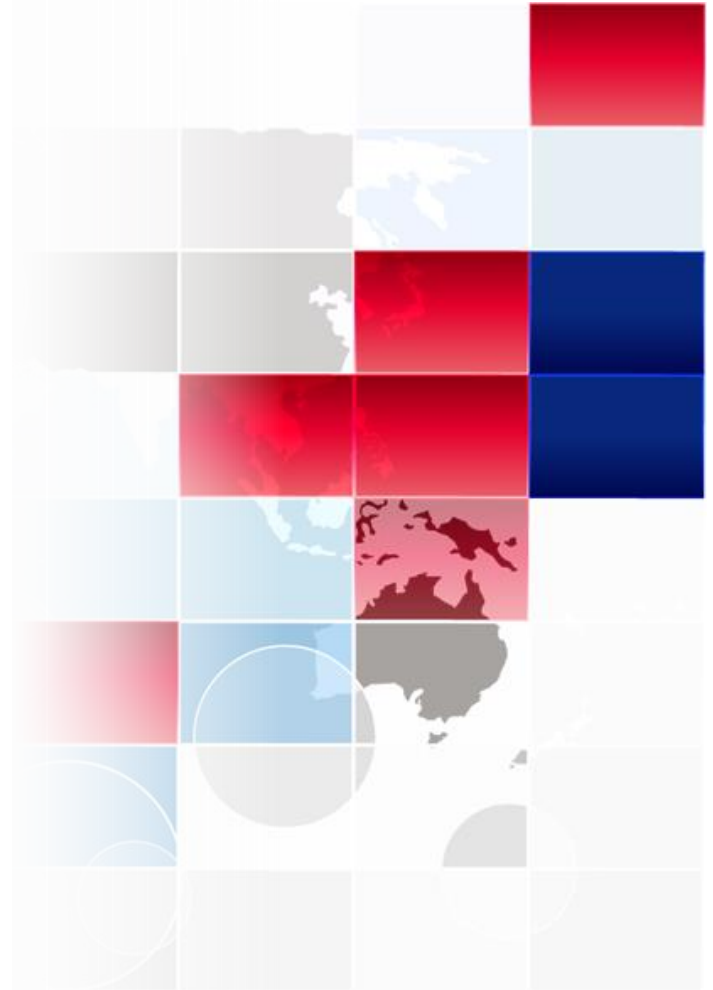

マーケット・インサイト

2023年6月



マーケット・インサイト

▶ Chapter 1 トピックス

1-1 トピックス 3

国内株式市場
女性取締役
国内債券市場
人民元安の進行
コモディティ：穀物価格

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 9

2-2 各国経済動向 12

米国 日本 ユーロ圏 中国
オーストラリア ブラジル インド

▶ Chapter 3 市場動向

3-1 市場動向の概況 26

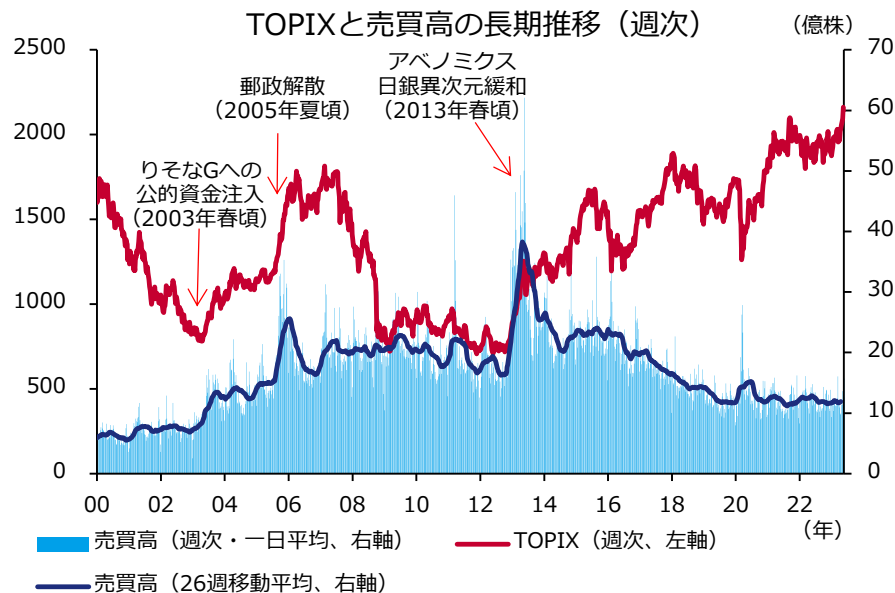
3-2 マーケット・オーバービュー 27

3-3 市場動向 29

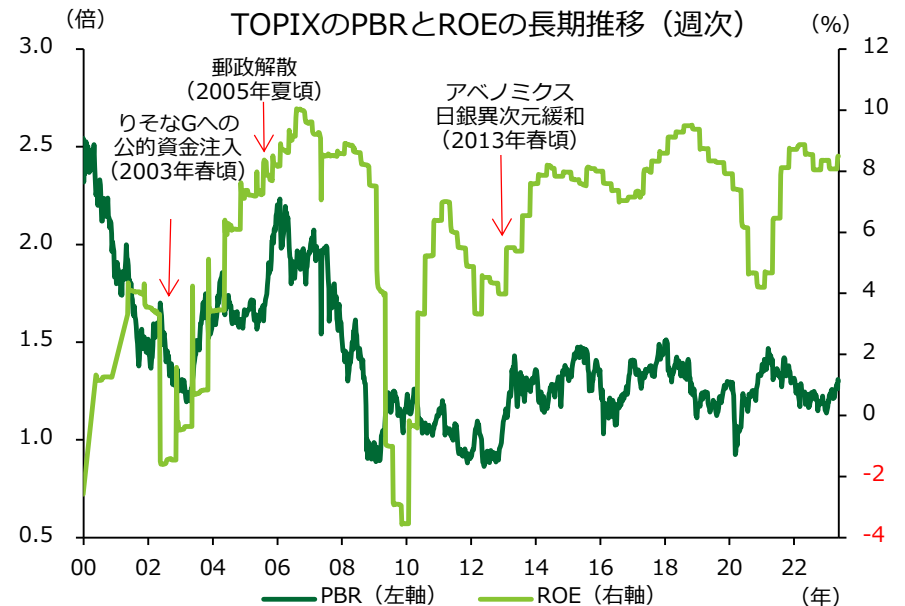
株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

日本株高は持続するか



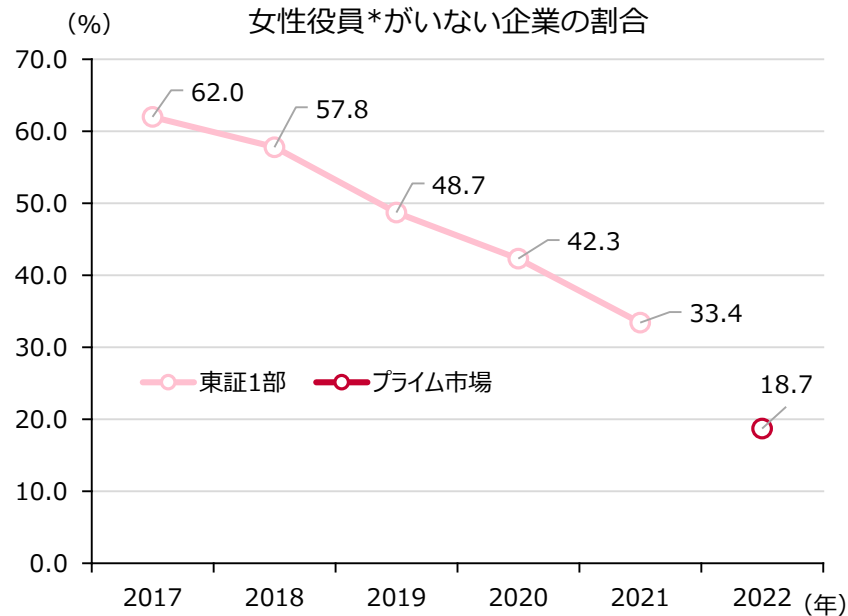
(注) 売買高は東証一部市場 (2022年3月まで)、東証プライム市場 (2022年4月以降) の売買高
 期間: 2000年1月7日~2023年5月26日 (週次)
 出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



(注) PBRは株価純資産倍率、ROEは自己資本利益率
 期間: 2000年1月7日~2023年5月26日 (週次)
 出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 国内株式市場は5月にかけて上昇基調で推移し、TOPIXや日経平均株価はバブル後高値を更新しました。市場では、東証が上場企業に資本コストや株価を意識した経営を実現するよう要請したことや米著名投資家が日本株への投資を表明したこと、長期にわたったデフレ局面を脱却したとの見方、などが要因とみられています。
- 過去、2003年、2005年、2013年など構造改革や新たな政策への期待が日本株高の要因となったケースがあります。こうした局面では、株価の上昇が売買高（取引量）の大幅な増加を伴った点が特徴です。一方で、最近の株高局面は売買高の増加を伴っていないように見受けられます。
- また、2003年、2005年、2013年の株高局面ではROE（自己資本利益率）の上昇も伴っていたことが分かります。足元の株高の持続性を見極める上では、今後資本収益性が改善し、ROEが上昇に向かうかが注視されます。

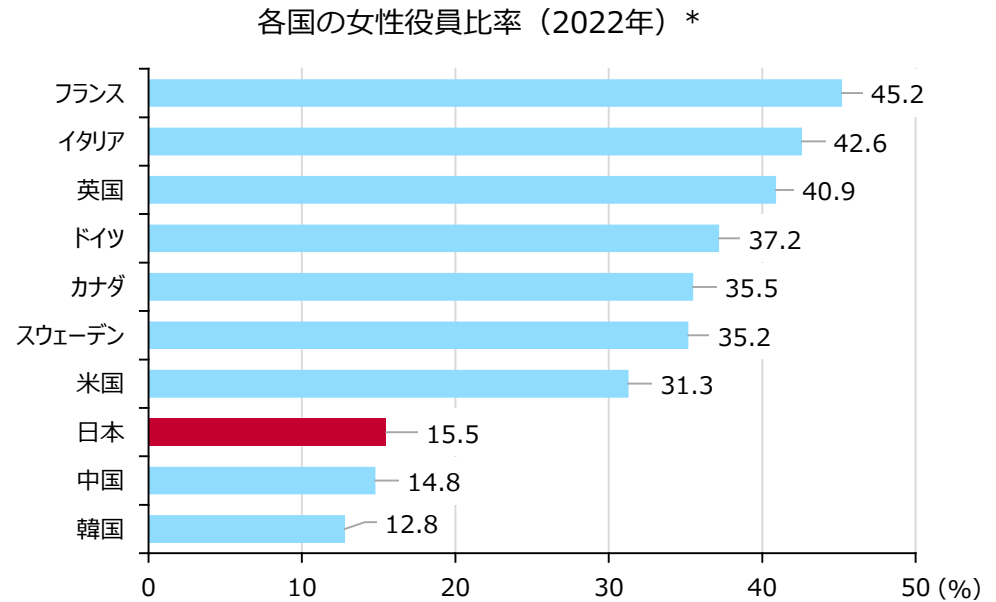
1人以上の女性取締役の登用がプライム市場上場企業の努力義務に



*役員は、取締役、監査役及び執行役。

※プライム市場のデータは2022年7月時点

出所：内閣府の資料等を基にアセットマネジメントOneが作成

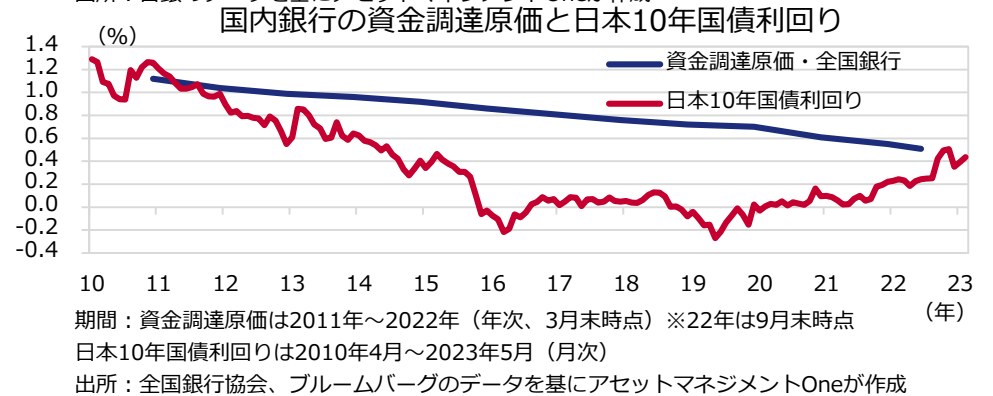
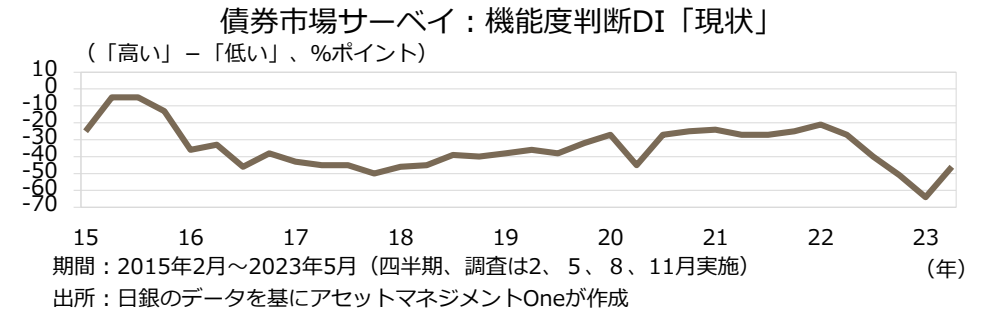
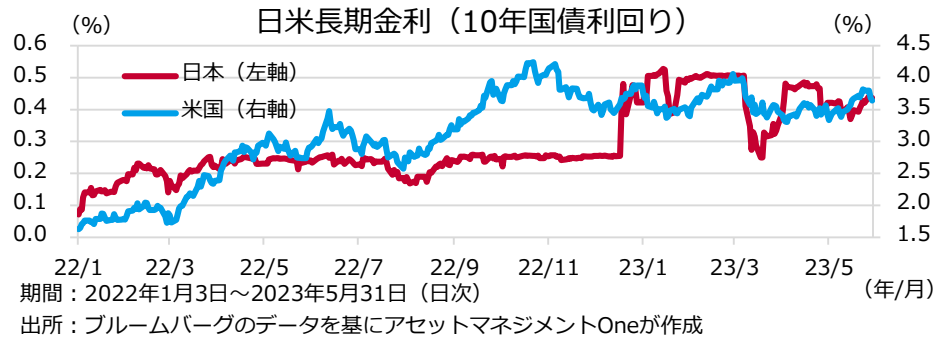


*EU加盟国は、各国の優良企業銘柄50社が対象。他の国はMSCI AC ワールドインデックス構成銘柄(2,800社程度、大型、中型銘柄)の企業が対象。

出所：OECD「Social and Welfare Statistics」を基にアセットマネジメントOneが作成

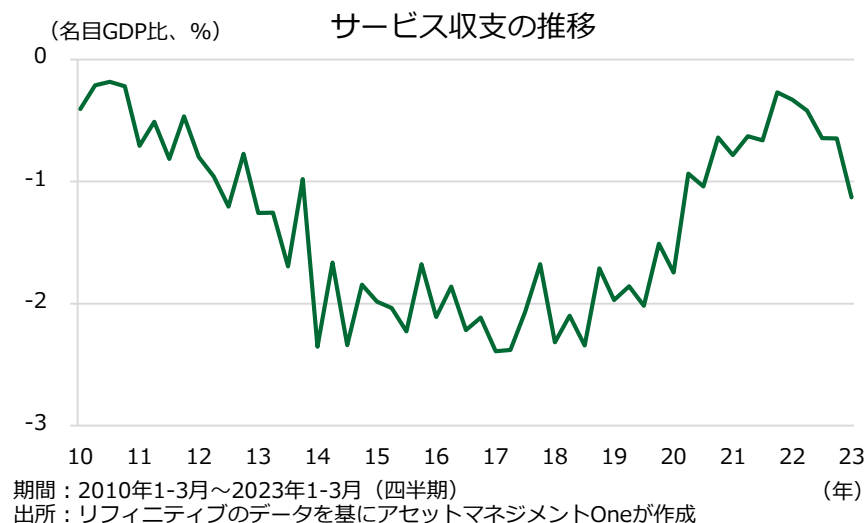
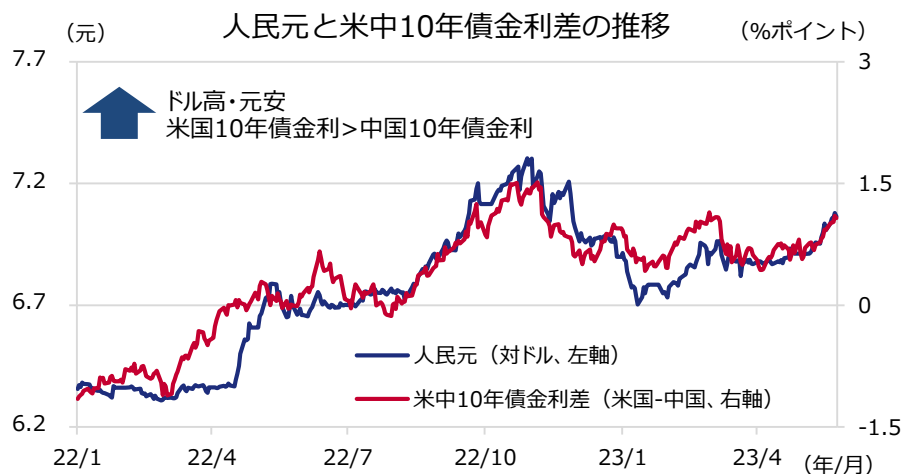
- 日本政府は、今月公表予定の女性版骨太の方針において、東証プライム市場上場企業に対し、2025年頃までに女性役員を1人以上登用する目標を設定することを検討しています。昨年7月時点で、プライム市場上場企業のうち18.7%の企業には女性役員がいません。これらの企業は、新たに女性役員を登用することが求められていくことになります。
- 女性取締役比率の向上が企業業績に与える影響に関して学術的な見解は一致していないものの、取締役会の多様化は経営に対するガバナンスの質を高めるとの見方があります。そうした観点に加えて、日本は欧米諸国対比で女性役員比率が低いとされており、日本企業における女性取締役比率の一段の向上が求められます。

YCCの修正観測はくすぶるが、金利上昇は限定的か



- 4月の日銀金融政策決定会合以降、日銀の大規模金融緩和が長期化するとの見方が広がり、国内債券市場では幅広い年限で国債の金利低下が進みました。その後5月下旬には、米長期金利の上昇につれる動きなどから日本の長期金利（10年国債利回り）の低下幅が縮小する場面がみられました。日本国債の予想変動率を表す指数（S&P/JPX日本国債VIX指数）が再びじりじりと上昇する中、市場では、日銀の長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）の修正などへの思惑がくすぶります。
- 日本のイールドカーブ（利回り曲線）の歪みの解消は進んだものの、YCCの副作用として指摘される債券市場の機能低下への懸念は根強い状況です。かかる中、YCC修正などを巡る思惑が金利上昇圧力として警戒されている点には一定の留意が必要です。もっとも、国内銀行などで資金調達原価（※調達金利や経費を含む資金調達コストを表す）との比較でみた日本10年国債への投資妙味などから円債回帰の動きが広がる可能性があり、YCCが修正された場合でも、金利上昇は限定的と考えられます。

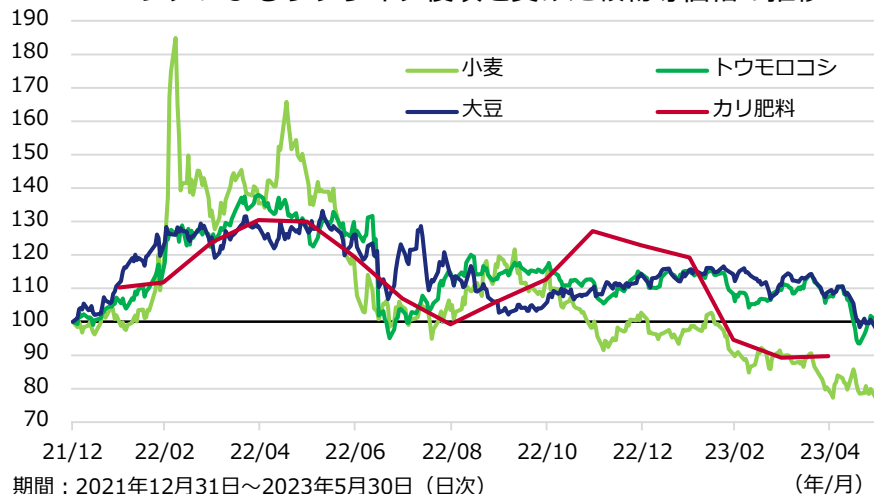
金融政策の方向性の違いと、海外旅行の増加が人民元の重荷に



- 人民元は対ドルで下落し、足元では1ドル=7元を超えて推移しています。経済活動の正常化を受けて、中国経済は1-3月期に急速に回復しましたが、4月には各種経済統計が鈍化しており、景気に陰りがみられました。中国では、景気減速から中国人民銀行による金融緩和の観測が強まっている一方、米国では高インフレからFRB（米連邦準備理事会）が金融引き締めを継続しており、足元では米国と中国の金利差が拡大しています。金融政策の方向性の違いが、人民元安の主因と考えられます。
- ウィズコロナへの移行が進んだ1-3月期には、海外観光の回復からサービス収支の赤字がGDP比約1%に拡大しました。加えて、中国からの投資資金の流出懸念もくすぶります。国際金融協会による集計や国際収支統計からは中国からの投資資金の流出が見られています。海外の投資家や企業が、地政学リスクや当局による規制リスクを勘案し、中国への新規投資を抑制、もしくは中国から投資資金を引き揚げる動きが出始めている可能性があります。経済活動の正常化と、中国投資に対するリスク管理の厳格化が、元安圧力を強めている側面もあるとみられます。
- 当面は元安が続く見通しですが、通貨安による輸出の下支え効果も期待できることから、急速なペースで元安が進まない限りは、当局は様子見を続けると考えます。

穀物価格は当面弱含む見通し

ロシアによるウクライナ侵攻を受けた穀物等価格の推移



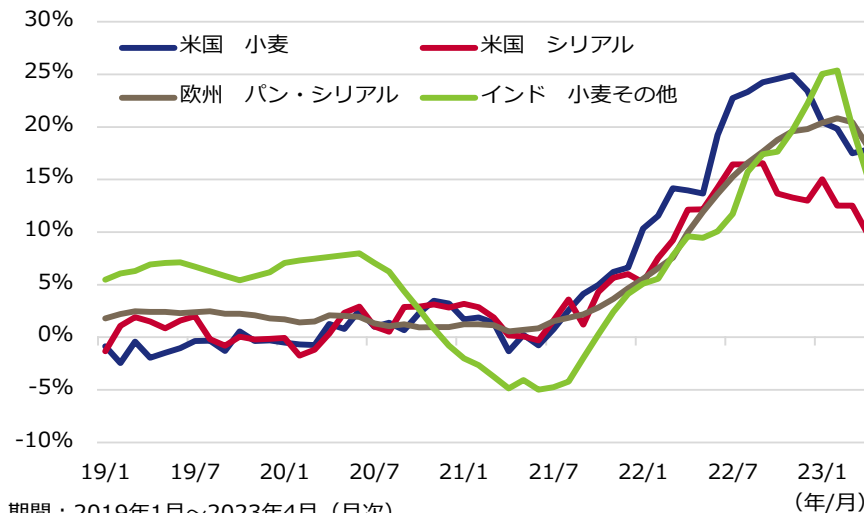
期間：2021年12月31日～2023年5月30日（日次）

カリ肥料は2021年12月～2023年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※2021年12月末の値を100として指数化

小麦関連製品のCPI推移(前年比)



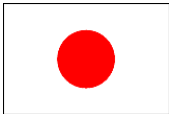







期間：2019年1月～2023年4月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ウクライナ侵攻で高騰していた穀物価格は、米国やブラジルなどでの豊作見通しを受けて下落しています。特に小麦は、黒海を通じたウクライナ産穀物の輸出合意が延長された影響から、5月中旬に大きく値を下げました。ロシア・ベラルーシの生産割合が高いカリウムを原料とした肥料についても、足元の価格はウクライナ侵攻前を下回っており、生産コストの低下は穀物価格のさらなる下落圧力となる可能性があります。
- 主要国の小麦関連製品価格の前年比は低下傾向にあり、消費者物価においても穀物価格の下落が反映されているとみられます。5月に米国農務省が公表した穀物等需給報告によると、2023-24年度の穀物生産は増加見通しとなっており、価格の下押し圧力は継続するとみられます。また、大豆やトウモロコシについては、世界景気減速懸念に伴う燃料需要の減少観測も押し下げ要因となる可能性があります。
- 天候やウクライナ情勢などに留意は必要ですが、増産が見込まれることや生産コストの低下から、穀物価格は当面弱含む見通しです。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 徐々に減速	利上げ見送り	米銀行システム不安を巡る信用収縮は限定的にとどまり、米景気を大きく停滞させる事態は回避されています。もっとも、FRBによる累積的な利上げを受け、米経済は今後徐々に減速していく見込みです。FRBは6月会合で利上げを見送るとみられますが、再利上げの可能性を巡り、会合参加者による経済・政策見通しの年末の政策金利水準が注目されます。	▶ インフレの長期化
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	長短金利操作の修正はあるも、緩和姿勢は堅持	海外景気悪化の影響に留意は必要ですが、経済活動正常化が続き、国内景気は設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。今年の春闘では約30年ぶりの高い賃上げ率が実現したほか、消費者物価の基調は強まっており、長短金利操作は修正されるとみられます。一方で、内外経済情勢の不確実性を踏まえ、緩和姿勢は維持される見通しです。	▶ 海外景気の減速 ▶ 日銀の早期の金融引き締め
 ユーロ圏	 徐々に回復へ	引き締め継続	1-3月期の成長率は、前期比+0.1%とマイナス成長を回避しました。高インフレ下でもサービス業の景況感は堅調で、当面、ユーロ圏の経済活動は回復していくとみられます。ECBは今後の利上げについてデータ次第としていますが、コアHICPが高水準で推移しているため、インフレ抑制のために6月会合でも追加利上げを実施するとみられます。	▶ インフレの長期化 ▶ 製造業の停滞
 中国	 景気は減速	緩和的な金融環境を維持	経済活動の正常化は一巡し、足元の中国経済は減速し始めています。製造業は引き続き在庫の調整圧力に直面しているほか、回復の兆しがみられていた不動産市場も再び不安定化しています。こうした中、当局による財政、金融緩和への期待が高まっています。7月下旬に予定される中央政治局会議での下期経済政策に関する議論が注目されます。	▶ 不動産市場の調整長期化 ▶ 外需の減速

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (予測値)	2024 (予測値)
全世界計	3.8	3.6	2.8	▲ 2.8	6.3	3.4	2.8 (↓ 0.1)	3.0 (↓ 0.1)
先進国計	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.4	2.7	1.3 (↑ 0.1)	1.4 (→ 0.0)
米国	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	1.6 (↑ 0.2)	1.1 (↑ 0.1)
日本	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.1	1.1	1.3 (↓ 0.5)	1.0 (↑ 0.1)
ユーロ圏	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.4	3.5	0.8 (↑ 0.1)	1.4 (↓ 0.2)
オーストラリア	2.4	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.7	1.6 (→ 0.0)	1.7 (→ 0.0)
新興国計	4.7	4.7	3.6	▲ 1.8	6.9	4.0	3.9 (↓ 0.1)	4.2 (→ 0.0)
中国	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.2 (→ 0.0)	4.5 (→ 0.0)
インド	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	6.8	5.9 (↓ 0.2)	6.3 (↓ 0.5)
ブラジル	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	0.9 (↓ 0.3)	1.5 (→ 0.0)
ロシア	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	0.7 (↑ 0.4)	1.3 (↓ 0.8)
ASEAN5*	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.8	5.5	4.5 (↑ 0.2)	4.6 (↓ 0.1)

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2023.4」、 「World Economic Outlook Update, 2023.1」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

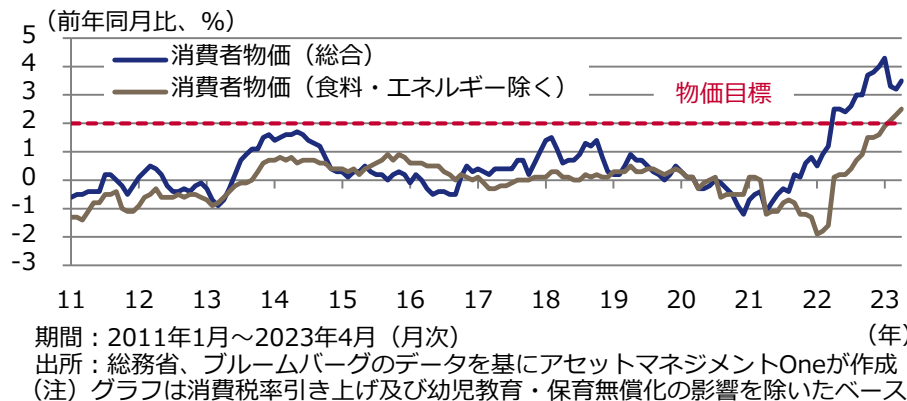
※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール（2017～2020年はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）

(注) 2022年の数値は推計値、2023年以降は予測値。ただし、2022年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

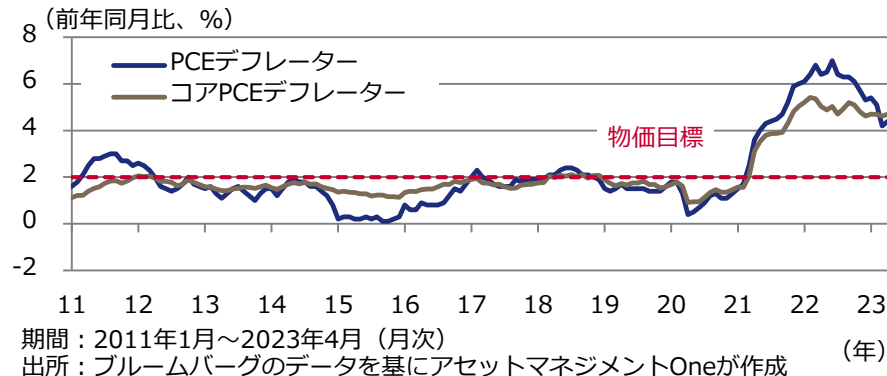
() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度（4月～翌年3月）ベース

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

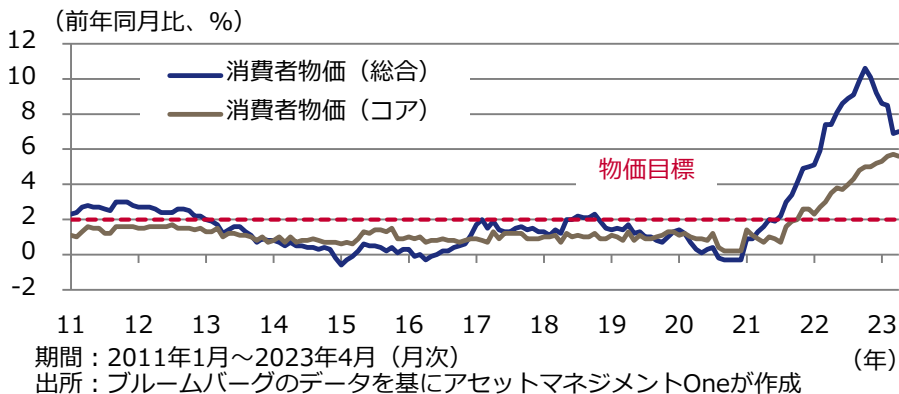
日本のインフレ率の推移



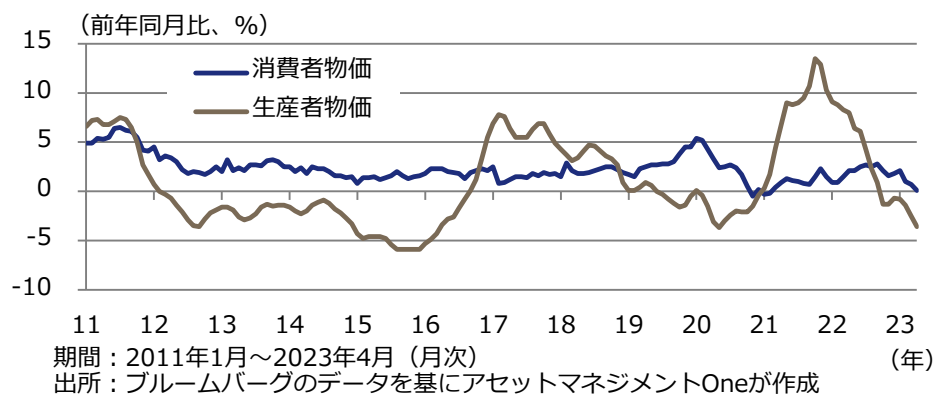
米国のインフレ率の推移



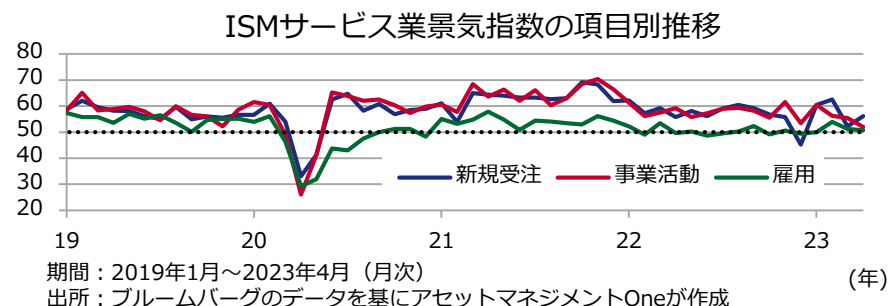
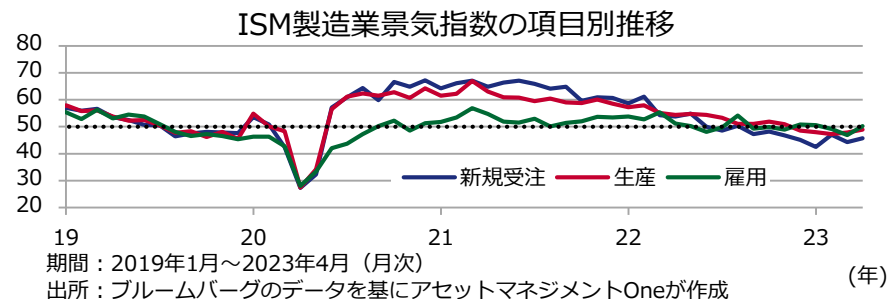
ユーロ圏のインフレ率の推移



中国のインフレ率の推移



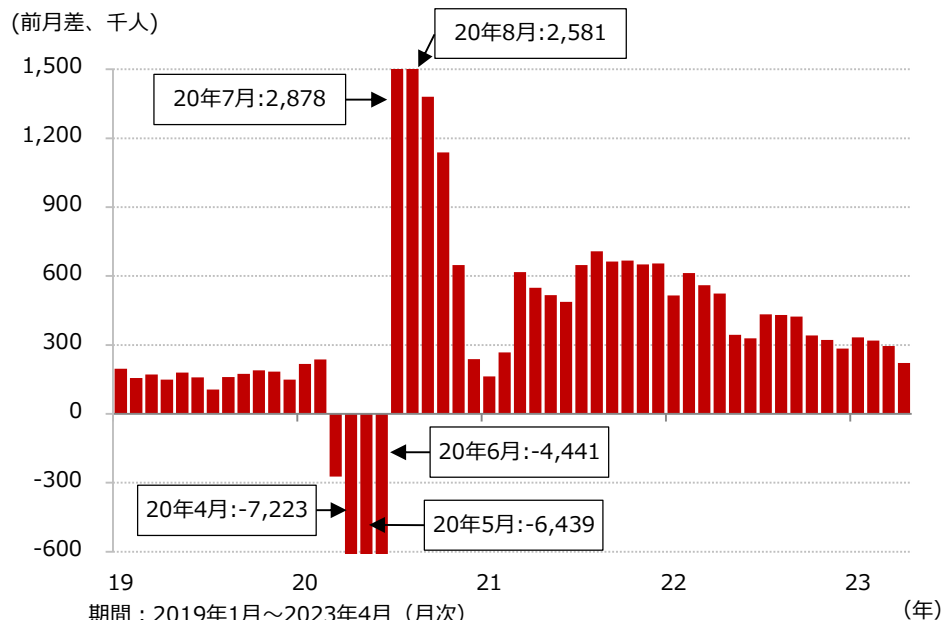
製造業・サービス業ともに景況感は一旦改善



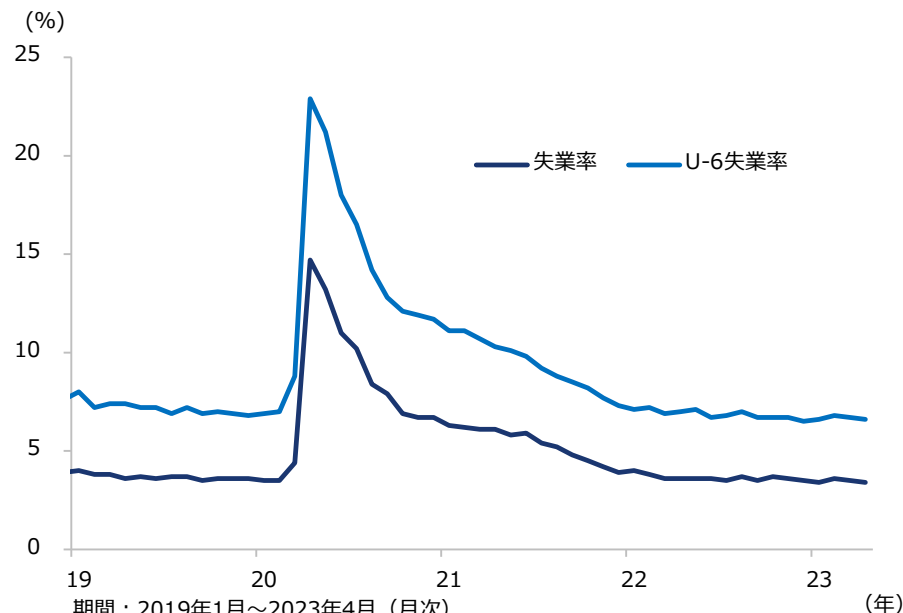
- 4月のISM景気指数は、製造業が47.1と3月（46.3）から上昇、サービス業も51.9と3月（51.2）から上昇しました。各指数の構成項目をみると、製造業では新規受注や生産、雇用の上昇が全体をけん引しました。対して、サービス業では、事業活動や雇用が悪化する中で新規受注の伸びが全体を大きく押し上げました。
- 4月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業においては事業環境の堅調さを指摘する声が寄せられる一方、積み上がった在庫の調整に取り組んでいることへの言及が目立ちます。また、サービス業においては、楽観的な事業見通しを示すコメントが多く寄せられました。
- 4月の景況感は、製造業では改善/悪化の分かれ目となる50を下回ったものの前月から改善したほか、サービス業は依然50を上回っており、米経済の停滞はまだ深刻な状況にはありません。もっとも、FRB（米連邦準備理事会）の一連の利上げによる効果が顕在化するのに伴い、景況感がより鮮明に悪化していく可能性には警戒を要します。

失業率が低水準を維持する中、労働市場の軟化は時間をかけて進展する見通し

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

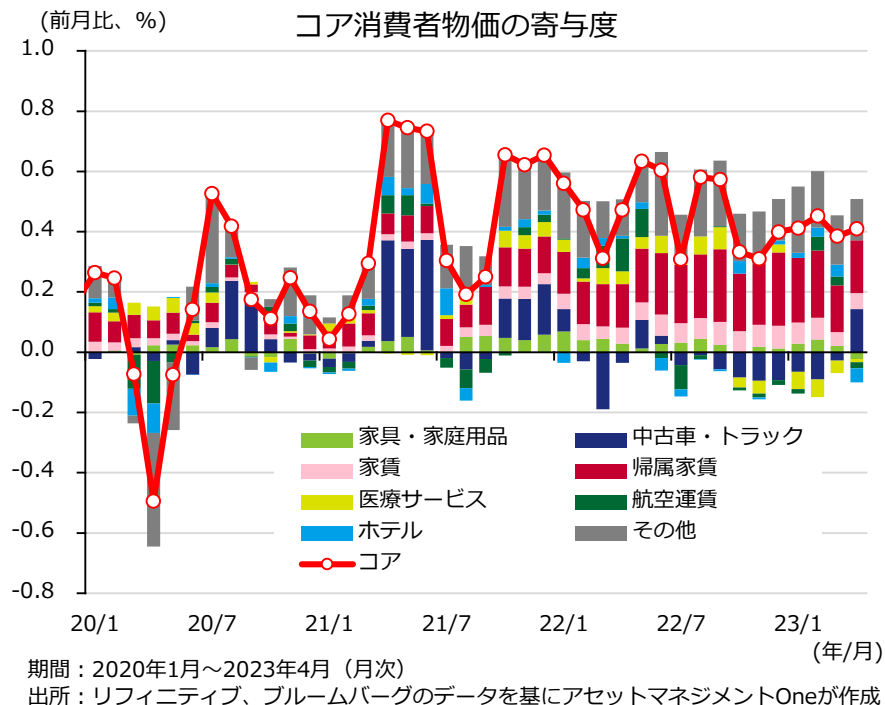
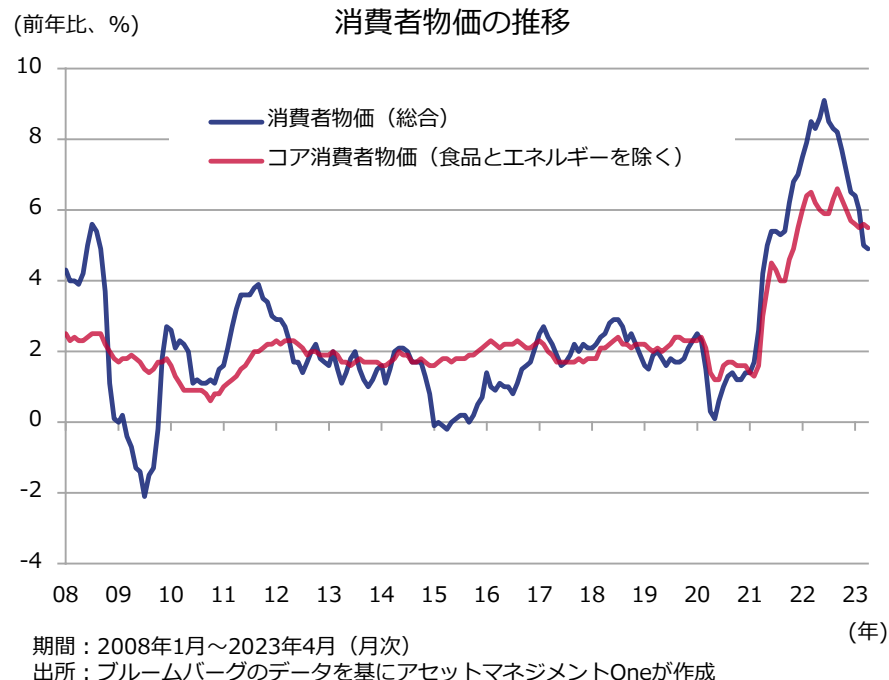


失業率



- 4月の非農業部門雇用者数は前月差+25.3万人と、3月（同+16.5万人）を上回りました。もっとも、3カ月移動平均で雇用者の増加数をみると、2月以降は鈍化基調が続いています。
- 4月の失業率（U-3失業率）は3.4%と3月（3.5%）から低下しました。また、経済的理由によるパートタイマーなどを含むU-6失業率も6.6%と、3月（6.7%）から低下しました。
- 労働市場は依然堅調さを保っており、失業率は低水準にあります。また、その他の労働関連指標も悪化ペースが鈍りつつあることを鑑みると、米労働市場の軟化は時間をかけて進展していく見通しです。

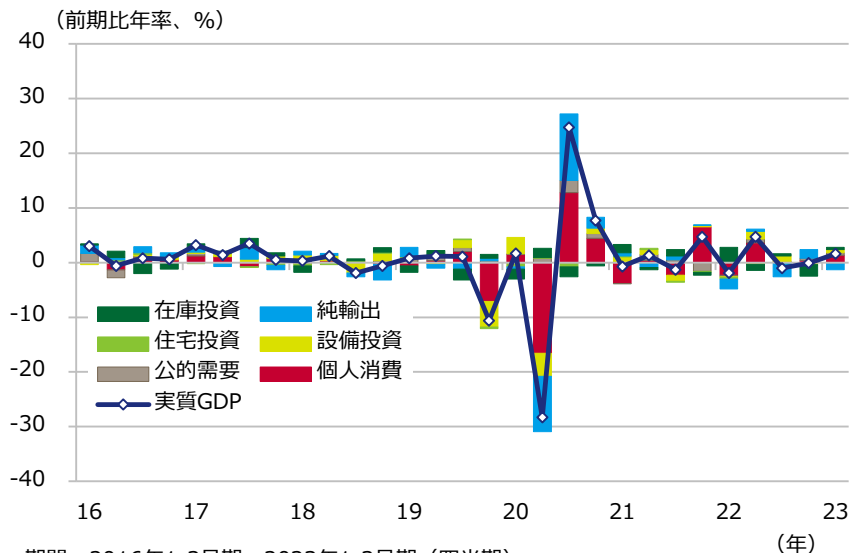
中古車・トラックがコアCPIを大幅に押し上げる



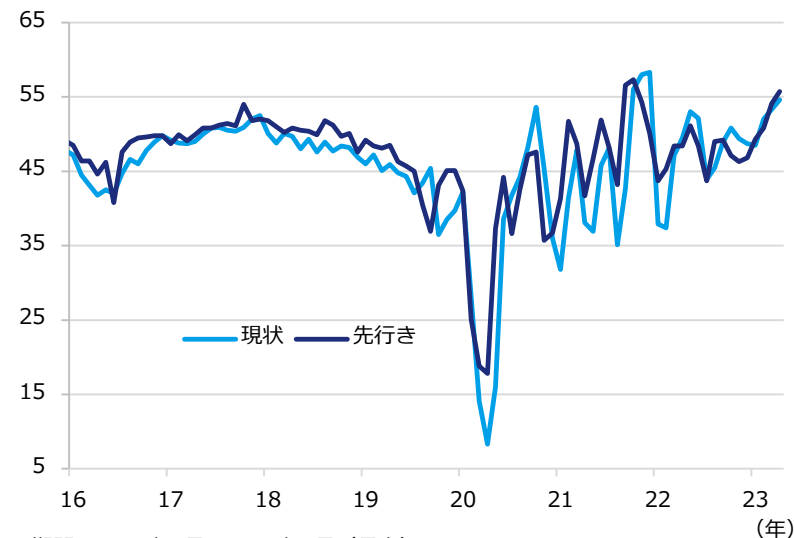
- 4月の消費者物価（総合）上昇率は、前年比+4.9%と3月（同+5.0%）から低下しました。また、コア消費者物価上昇率も同+5.5%と3月（同+5.6%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が+0.4%と3月（同+0.1%）から上昇する一方、コアCPIは同+0.4%と3月（同+0.4%）から変わらずでした。
- 内訳を見ると、航空運賃やホテルが低下した一方、上昇に転じた中古車・トラックがコアCPIを大幅に押し上げました。もっとも中古車・トラックの上昇が今後も趨勢的に継続する可能性は低いとみられます。加えて、コアCPIの伸びに対する寄与度の大きい家賃および帰属家賃等には依然鈍化余地があるとみられることを鑑みると、今後インフレ圧力は緩和していくと見込まれます。

ウィズコロナへの移行で、景況感は改善

実質GDP成長率と寄与度の推移

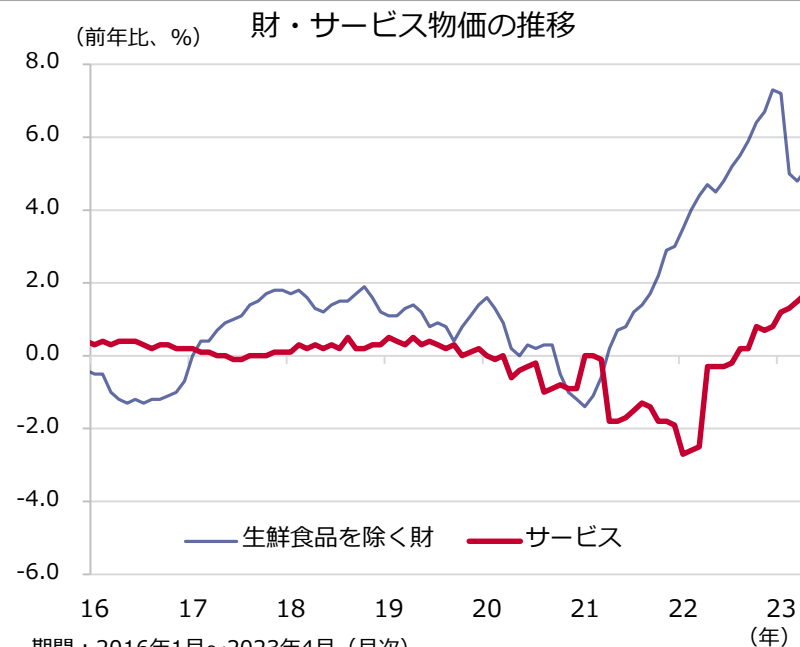
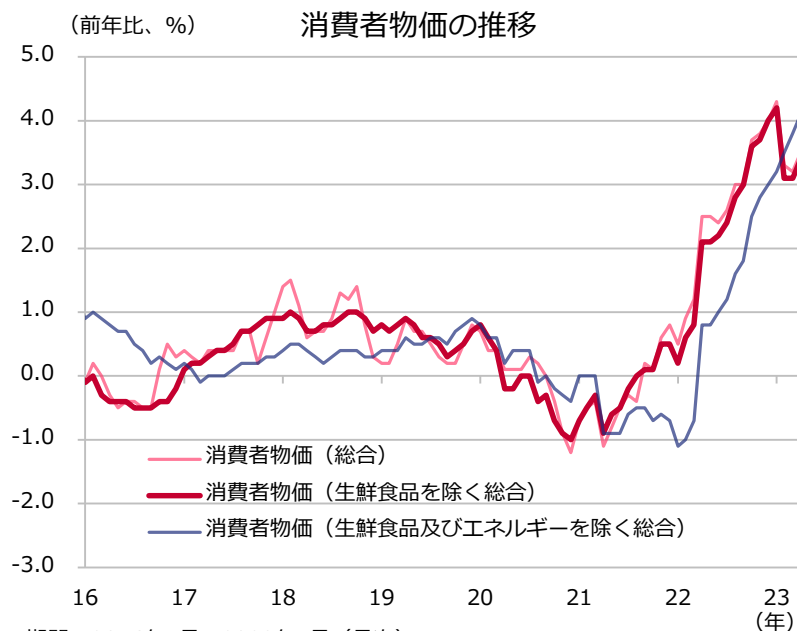


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2023年1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.6%と3四半期ぶりにプラスとなりました。個人消費や設備投資など内需が増加しました。純輸出（輸出－輸入）はマイナスに寄与しました。輸出はインバウンドの回復などからサービスが増加しましたが、世界的に需要が低迷している半導体等電子部品や機械関連を中心に財が減少しました。実質GDPの水準は、2019年度をわずかに下回り、コロナ禍前の水準の回復までもう一步のところまできています。
- コロナ禍からの消費の戻り、部材供給不足の緩和、手控えられてきた設備投資の再開など、国内経済活動は正常化しつつあります。経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断（景気ウォッチャー調査）は、2023年に入って上向いています。
- 物価上昇による実質購買力の低下、海外経済減速の財輸出への影響が、今後の経済活動のリスク要因として挙げられます。しかし、政府の光熱費などへの家計負担軽減策、世帯への給付金支給のほか、春闘の賃上げ率が30年ぶりの高い伸びとなったことなどが消費を下支えするとみられます。また、企業の計画によれば、人手不足を背景とした効率化投資が見込まれています。こうしたことから、国内経済は底堅い推移を続けると見込まれます。

消費者物価上昇率の基調は強い



- 2023年4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は前年比+3.4%と、政府の電気・ガス料金の負担軽減策でエネルギー関連価格が下落し、上昇率が抑制されています。消費者物価（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は同+4.1%となりました。4%を超えるのは1981年以来で、物価の基調は強いと言えます。
- 消費者物価を財とサービスに分けてみますと、4月の生鮮食品を除く財は前年比+5.1%、サービスは同+1.7%となりました。財物価は、政府のエネルギー関連の負担軽減策や輸入原材料価格の落ち着きにより、今後も上昇率は鈍化する見込みです。一方で、サービス物価は前年比+2%に近づきつつあります。今年の春闘では賃上げ率が約30年ぶりとなる+3%台後半となったもようです。
- 財物価は国際商品市況の影響を受けて、振れが激しい傾向があります。持続的な物価上昇にはサービス物価の安定的な上昇が必要です。今後は賃金上昇を背景にサービス物価の上昇基調が維持されるかどうか注目されます。

日銀の物価見通しは次回7月に上方修正される可能性が高い

日銀のフォワードガイダンス（2023年4月）

日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。

マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

日銀政策委員の大勢見通し（2023年4月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品 ・エネルギー)
2022年度	+1.2~+1.2 <+1.2>	+3.0	+2.2
2023年度	+1.1~+1.5 <+1.4>	+1.7~+2.0 <+1.8>	+2.5~+2.7 <+2.5>
2024年度	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.5~+1.8 <+1.7>
2025年度	+1.0~+1.1 <+1.0>	+1.6~+1.9 <+1.6>	+1.8~+2.0 <+1.8>

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

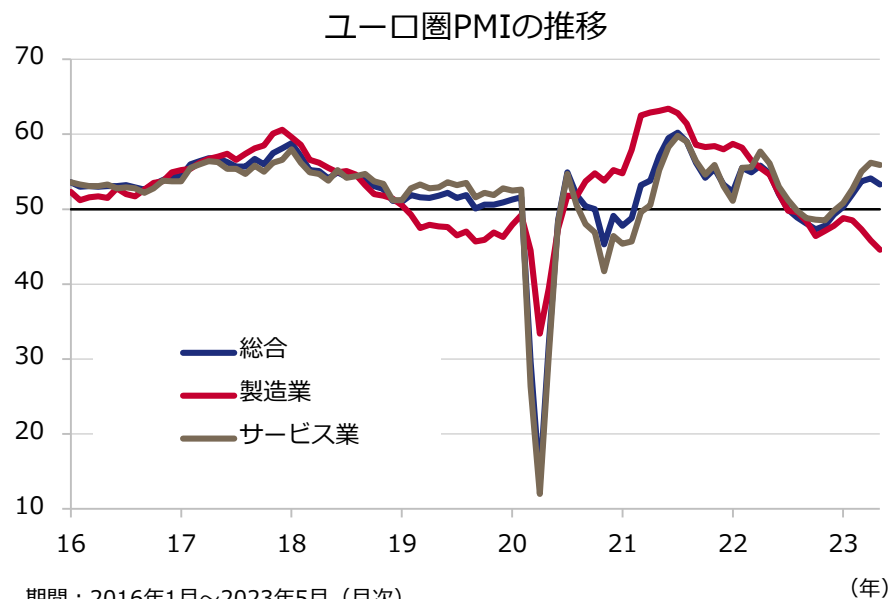
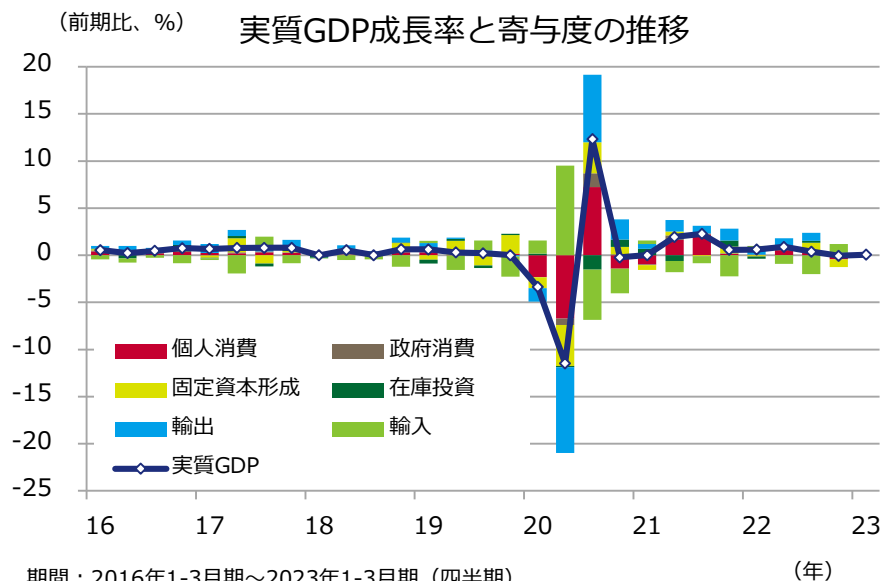
※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

※2022年度の消費者物価指数は実績値。

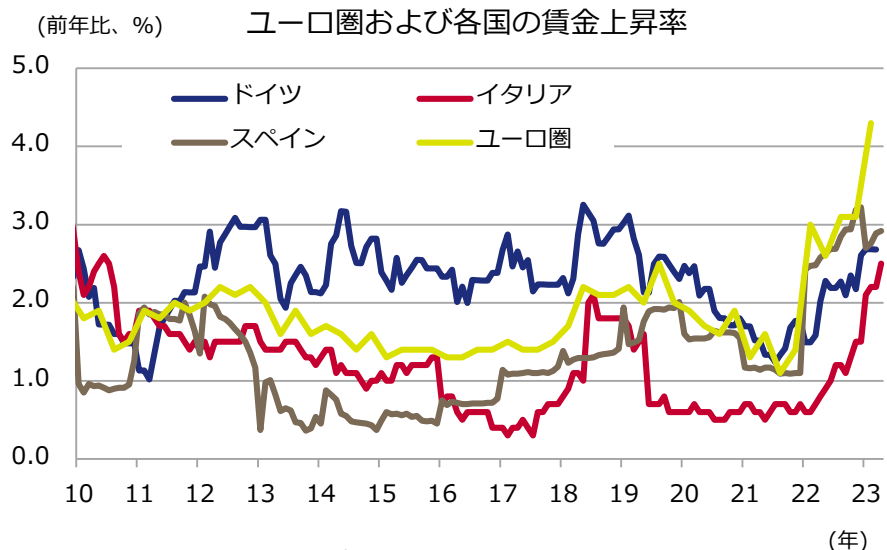
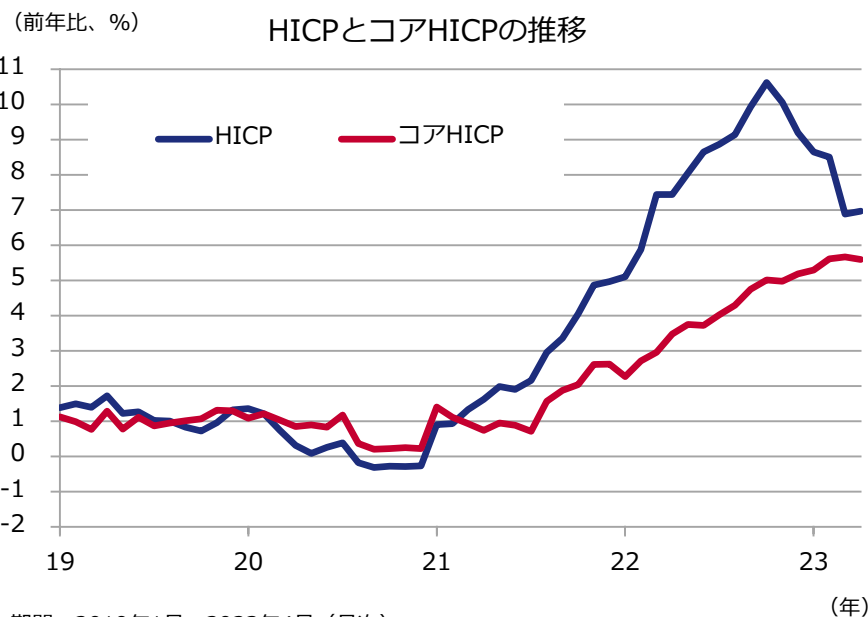
- 日銀は、4月27~28日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定しました。植田総裁は記者会見で、①内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高いこと、②消費者物価の基調的な上昇率が物価安定の目標に向けて徐々に高まっていくには時間がかかるとしました。その上で、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくないと判断した」としています。
- 経済・物価情勢の展望のレポートでは、2023年度のコアCPIについて、足元のCPI上昇率の高まりを勘案すれば、次回7月の展望レポートでは上方修正が不可避とみられます。金融政策の修正期待が強まり、長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）の副作用であるイールドカーブ（利回り曲線）の歪みが再び拡大する可能性があります。日銀のフォワードガイダンス（政策の先行き指針）には、「経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応」とあります。したがって、長期金利（10年物国債金利をゼロ%程度、許容変動幅±0.5%）について、修正が行われる可能性は依然高いとみられます。

2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%



- ユーロ圏の2023年1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.1%となり、マイナス成長を回避しました。高インフレにもかかわらず、暖冬によるエネルギーコストの抑制や政府のインフレ対策などが消費を下支えしたとみられます。
- 5月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、53.3と前月の54.1から低下しました。データ公表元は、サービス業が好調であったことから第2四半期のGDPはプラス成長を維持しているとみられるものの、製造業は強力な足かせとなっていると指摘しています。
- 高インフレ下でもサービス業が堅調であることを踏まえれば、今後、ユーロ圏経済活動は持ち直していくとみられます。ただし、製造業が低調であることやECB（欧州中央銀行）によるこれまでの利上げの影響が経済活動を抑制する可能性には留意が必要です。

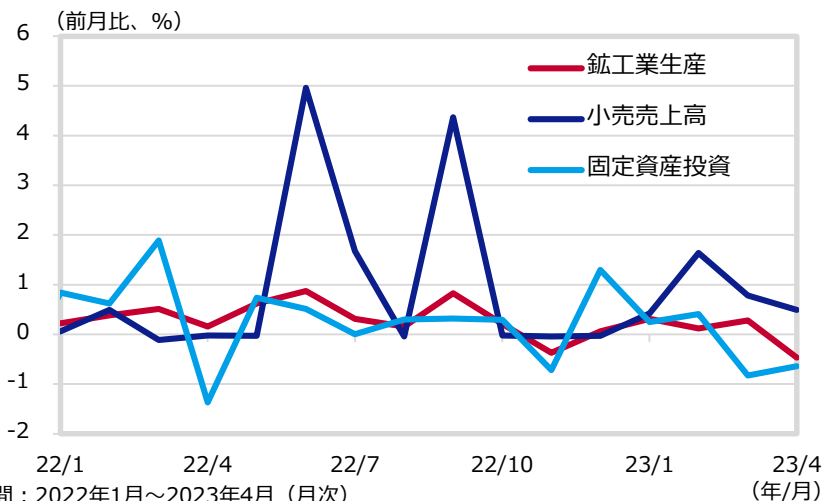
ECBは6月の会合で追加利上げを実施する見込み



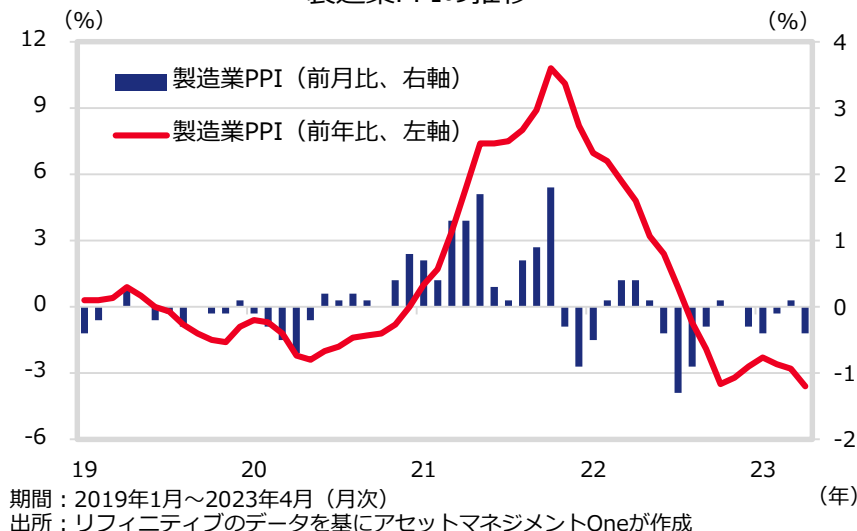
- HICP（消費者物価指数）の前年比上昇率は、エネルギーの伸び鈍化などから、ここ数カ月で鈍化傾向にあります。ただし、4月の食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは前年比+5.6%と依然として高水準であり、ECBの物価目標である2%を大幅に上回っています。
- ECBは、5月の理事会で先行きの利上げについて、引き続きデータ次第としました。ただし、ラガルド総裁は、インフレの見通しはあまりにも長く、高すぎる状態が続いていると指摘した上で、利上げは停止しないと強調しています。ユーロ圏の労働市場は引き続きひっ迫した状況が続いていることに加え、賃金上昇率は加速しています。賃金と連動性が高いサービス価格はしばらく下がりづらい状況が続くとみられ、コアHICPも高水準での推移が続く見込みです。ECBはインフレ抑制のために6月会合でも追加利上げを実施するとみられます。

4月の中国経済は製造業中心に急減速

主要統計の季節調整済み前月比伸び率の推移

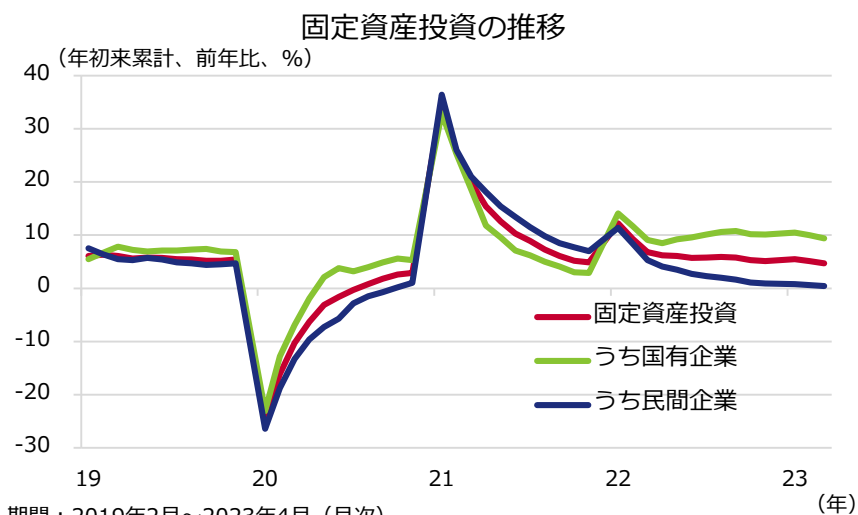


製造業PPIの推移



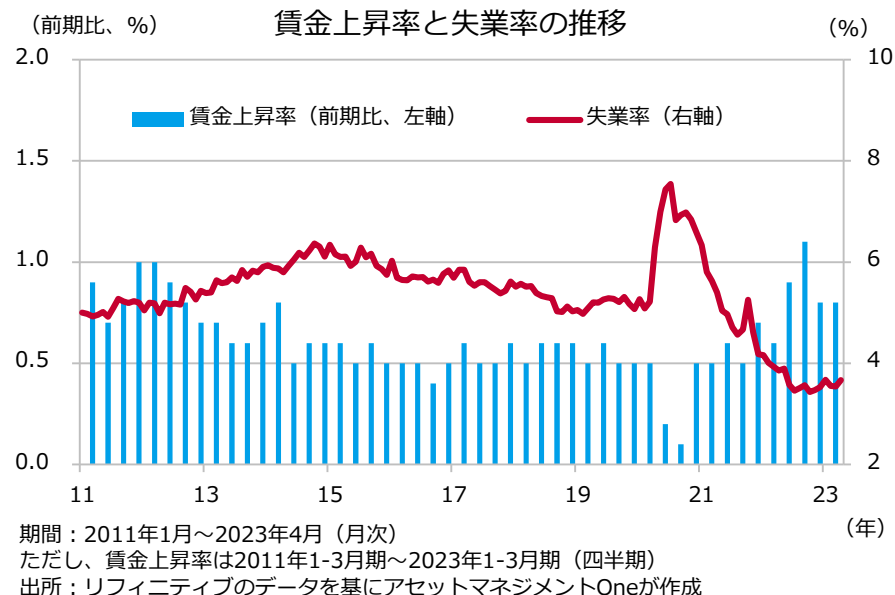
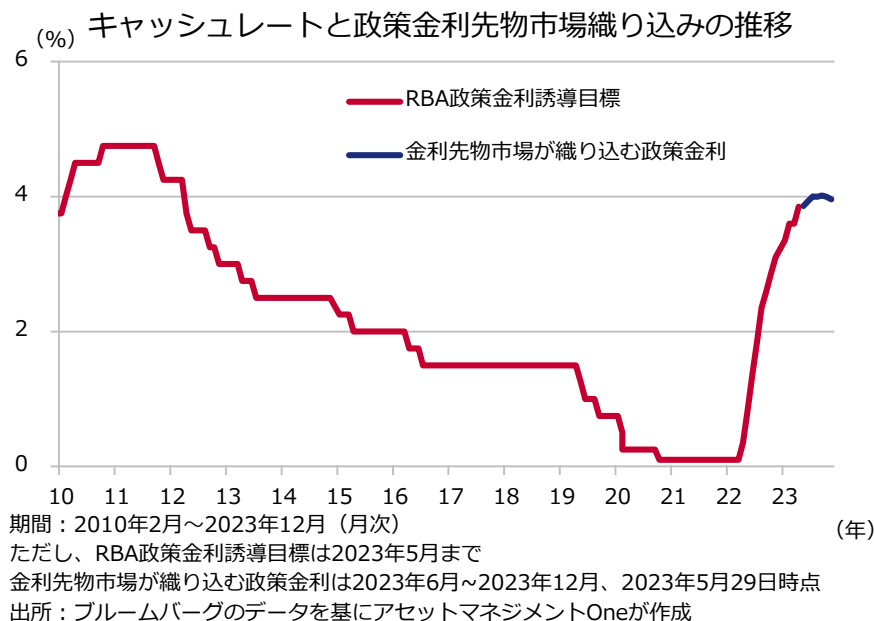
- 4月の中国主要経済統計は、小売売上高が前月比プラスの伸び率を維持したものの、鉱工業生産および固定資産投資が前月比で減少しました。鉱工業生産は前月比▲0.47%と感染が急拡大していた昨年11月以上に落ち込みました。固定資産投資は2カ月連続で前月比減少しています。
- 製造業のPPI（生産者物価）は4月に前月比で▲0.4%と下落しました。エネルギー価格の下落による押し下げもありますが、化学素材や鉄鋼業のPPIが下落しており、製造業の需要鈍化が示唆されました。
- 中国の製造業は、昨年の需要低迷によって積みあがった在庫の調整局面に入っているとみられます。しかし、経済活動の正常化後も需要が鈍く、一段の在庫調整に向けて生産を抑制している可能性があります。

民間企業への政策支援が必要とみられる中、地方政府の歳入は減少



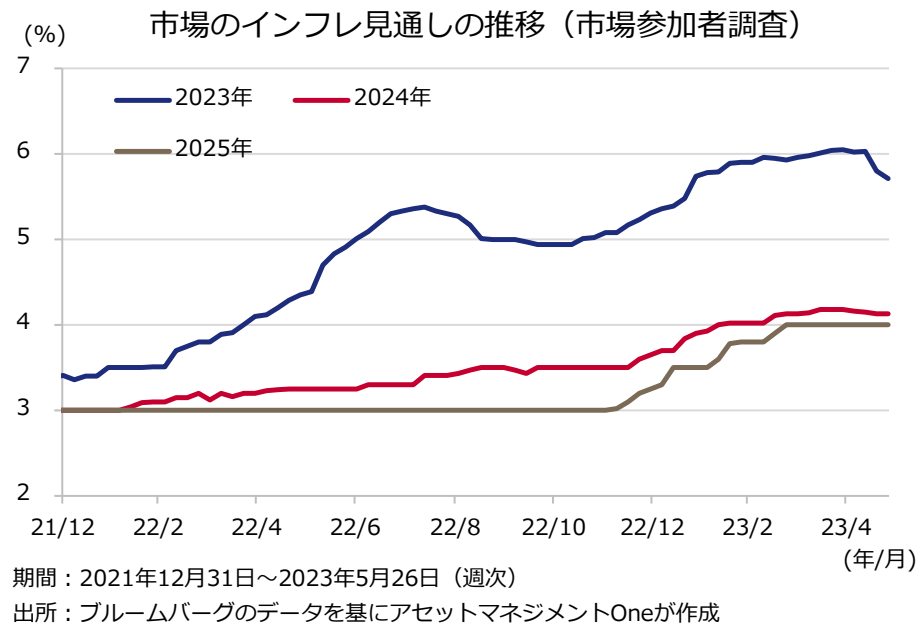
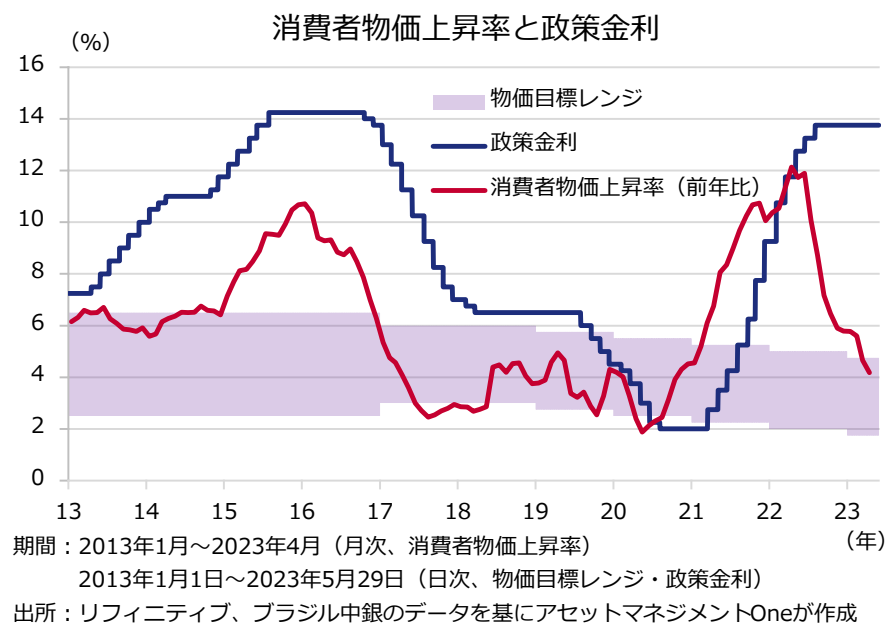
- 国有企業による固定資産投資は前年比+9.4%と全体をけん引した一方で、民間企業による投資は同+0.4%と低調でした。
- 昨年は、国有の鉱工業企業が前年比プラスの利益を確保した一方で、同産業の民間企業は統計開始来初の減益となりました。こうした環境下、先行き不透明感が強まり、民間企業の投資意欲は減退したと考えられます。先行き不透明感の一因であったゼロコロナ政策は解除されたものの、不動産市況や製造業の需要回復は遅れています。
- 民間企業の投資意欲改善に向けて、当局の景気刺激策への期待が集まります。ただし、不動産投資の低迷から、国有土地の利用権譲渡収入が大きく減少しています。同収入は、財政政策を担う地方政府の歳入全体の3~4割程度を占めており、地方政府による景気刺激余力の低下が懸念されます。
- 財政的な制約から、景気刺激策の規模・手段が限定される場合には、中国景気の停滞が続く可能性に留意すべきと考えます。

RBAは5月理事会で高インフレ継続を懸念して利上げを実施



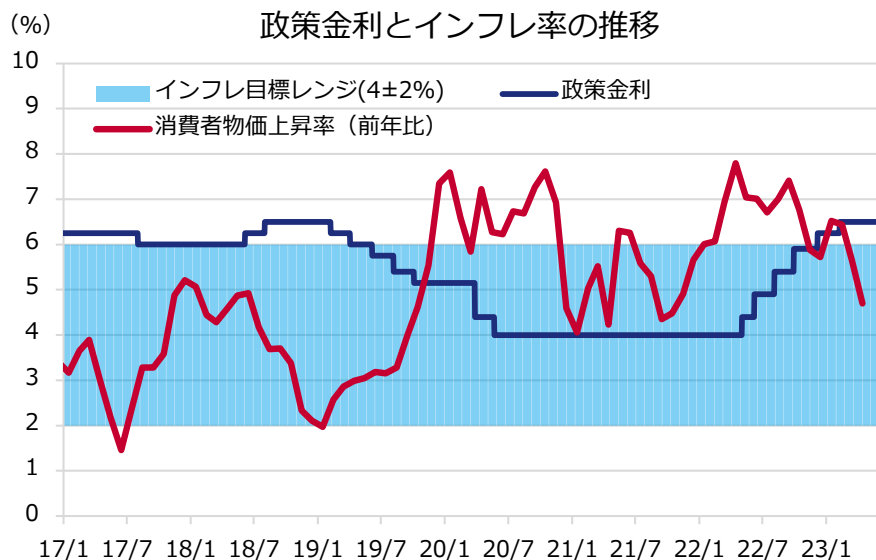
- RBA（豪州準備銀行）は、5月の理事会で0.25%の利上げを決定し、キャッシュレート（政策金利）を3.85%としました。RBAは声明文にて、高インフレが長期化してインフレ期待が高まる場合、賃金と物価のスパイラル的な上昇を招くリスクがあるため、早期のインフレ沈静化が重要である点を指摘しました。
- 4月の豪州失業率は3.7%と、前月から上昇したものの、歴史的には低水準にあり、労働市場のひっ迫が続いています。こうした中、1-3月期の賃金上昇率は前期比+0.8%と昨年後半のピークからはやや鈍化したものの、高い伸び率となりました。足元、豪州ではサービス業の活動が堅調であり、こうした業種の労働需要は依然強い状況と考えられます。求人広告も増加しており、労働市場のひっ迫が、賃金に上昇圧力を掛けていると考えられます。
- RBAは最新の経済見通しで、今後景気が減速し、失業率も上昇に転じるものの、目標レンジ（2~3%）を超えるインフレ率が2025年頃まで続くとの見通しを示しました。こうした中、政策金利先物市場では、年内の利下げ織り込みが後退しています。

物価の減速とインフレ見通しの下振れを受け、政府は中銀に利下げを要求

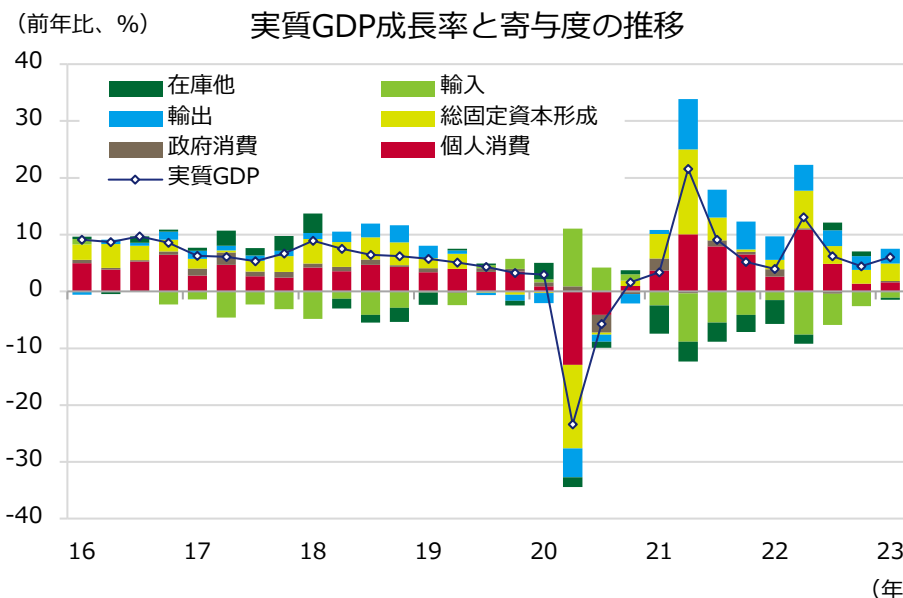


- 4月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.18%（前月は+4.65%）と減速が続きました。国営石油会社であるペトロbrasのディーゼル油値下げなどによる燃料価格の低下が、主な物価減速の要因とみられます。一方で薬品価格の値上げや、住宅家賃の上昇などが、物価の押し上げ要因となっています。
- ブラジル中銀は5月の会合で政策金利を現在の13.75%に据え置きました。足元では、拡大消費者物価上昇率の減速が続いていることに加えて、ブラジル中銀の市場参加者調査（週次）にて2023年のインフレ見通しが下方修正されていることを踏まえ、政府は中銀に利下げを強く求めています。一方でブラジル中銀総裁は、「現状の物価は、2023年目標値の3.25%を大幅に上回っている」と指摘し、2024年以降のインフレ見通しについても、目標を上回る4%台で推移していることを問題視しています。中銀は6月の会合においても、政策金利を13.75%に据え置くと考えられます。

1-3月期の実質GDP成長率は予想を上回る伸びに



期間：2017年1月～2023年4月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
 2017年1月1日～2023年5月31日（日次、物価目標レンジ・政策金利）
 出所：リフィニティブ、インド中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1-3月期～2023年1-3月期（四半期）
 出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 4月のCPI（消費者物価指数）は、食料品価格や燃料価格などの上昇率が縮小したことにより、前年比+4.70%と前月（同+5.66%）から減速しました。中銀は前回会合の声明文で追加利上げの可能性を残したものの、CPIが中銀の物価目標レンジ（2%～6%）内に収まる中、次回会合においても政策金利は据え置かれる可能性が高いとみられます。
- 1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+6.1%と、市場予想（ロイター調査）の同+5.0%を上回りました。もっとも、個人消費や輸入の伸びは昨年に比べて縮小しており、金融引き締めなどの影響から内需が縮小している可能性があります。人口に占める農業従事者の割合が高いインドでは、農作物の収穫動向によって個人消費が左右されるため、今後のモンスーン（季節風）の動向が注目されます。また、世界経済の減速が輸出に与える影響にも留意が必要です。

▶ Chapter 3
市場動向

市場動向の概況

✓ 当面の相場想定

ダウ・ジョーンズ
工業株価平均

米国景気が深刻な後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、FRBによるこれまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。ハイテク株を巡りAI（人工知能）関連半導体需要の動向も注視されます。

日経平均株価

世界景気が深刻な後退局面を回避するとの見方や、インバウンド需要回復など国内経済活動の回復が引き続き支えになるとみられます。これまで国内株高を主導した海外投資家の買いが継続するかも注視されます。

米国10年国債利回り

足元の堅調な米労働市場や、根強いインフレ圧力などが金利上昇要因と考えられます。もっとも、これまでの利上げに伴う景気への悪影響が顕在化する可能性などを鑑みれば米長期金利はレンジ内での推移を見込みます。

日本10年国債利回り

国内物価上昇圧力の高まりや、日銀の長短金利操作の修正を巡る思惑などに伴う金利上昇圧力には留意が必要です。一方、国内債券需給が良好とみられることなどを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

日米金利格差が意識されることなどがドルの上昇要因と考えられます。もっとも、日銀の長短金利操作の修正観測や、日本の金融当局が急速な円安進行へのけん制姿勢を強める可能性などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	ドル/円
予想レンジ	32,500~34,000ドル	30,000~32,000円	3.3~3.8%	0.30~0.50%	135~141円

マーケット・オーバービュー

		5月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)						5月 末値	騰落率 (%)				
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年				1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	32,908	▲3.49	+0.77	▲0.25	+29.65	為替 (対ドル)	ユーロ	1.07	▲2.99	+1.07	▲0.42	▲3.72	
	ドイツDAX指数	15,664	▲1.62	+1.95	+8.87	+35.19		英ポンド	1.24	▲1.00	+3.49	▲1.28	+0.79	
	日経平均株価	30,887	+7.04	+12.54	+13.23	+41.18		豪ドル	0.65	▲1.69	▲3.36	▲9.39	▲2.46	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	958	▲1.90	▲0.57	▲11.06	+3.03		ブラジルリアル	5.05	▲1.34	+3.60	▲6.37	+5.57	
REIT	米国REIT (配当込み)	20,996	▲4.23	▲5.62	▲15.69	+16.04		人民元	7.11	▲2.68	▲2.43	▲6.14	+0.39	
	国内REIT	1,880	+0.37	+2.02	▲6.26	+10.55		インドルピー	82.66	▲1.14	▲0.02	▲6.09	▲8.68	
	国内REIT (配当込み)	4,448	+0.65	+2.71	▲2.51	+24.05		ドル	139.34	+2.23	+2.33	+8.29	+29.22	
	豪州REIT (配当込み)	930	▲1.73	▲3.75	▲3.50	+26.56		ユーロ	148.95	▲0.78	+3.38	+7.83	+24.38	
債券 利回り	米国 (10年)	3.64 %	+0.22	▲0.28	+0.80	+2.99		為替 (対円)	英ポンド	173.37	+1.28	+5.90	+6.91	+30.25
	米国ハイイールド債券	8.82 %	+0.41	+0.19	+1.76	+1.68			豪ドル	90.62	+0.48	▲1.15	▲1.90	+26.03
	日本 (10年)	0.43 %	+0.05	▲0.07	+0.20	+0.43	ブラジルリアル		27.73	+1.66	+6.59	+2.12	+37.28	
	ドイツ (10年)	2.28 %	▲0.03	▲0.37	+1.16	+2.73	人民元		19.60	▲0.45	▲0.21	+1.61	+29.72	
						インドルピー	1.69		+1.70	+2.63	+1.90	+18.60		

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

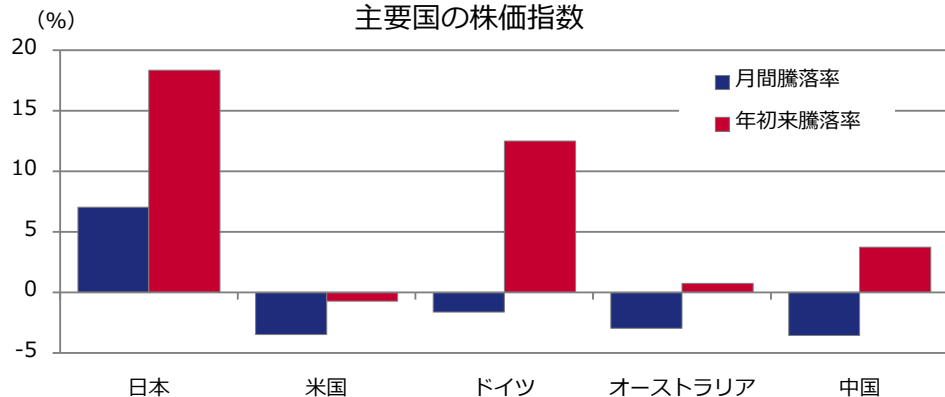
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

(注) 国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

米国ハイイールド債券はICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

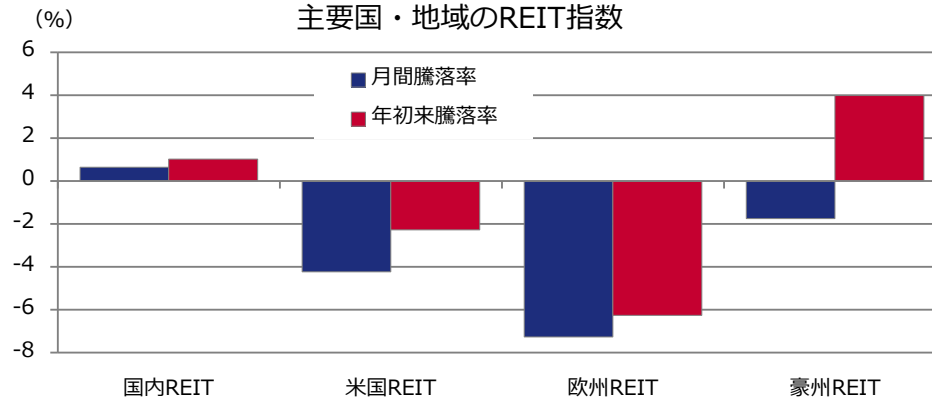
前月のまとめ

主要国の株価指数



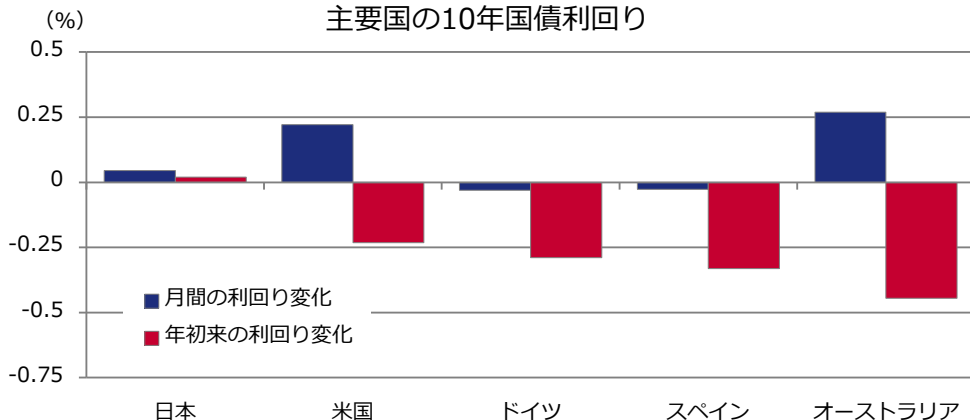
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年5月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年5月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株値平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



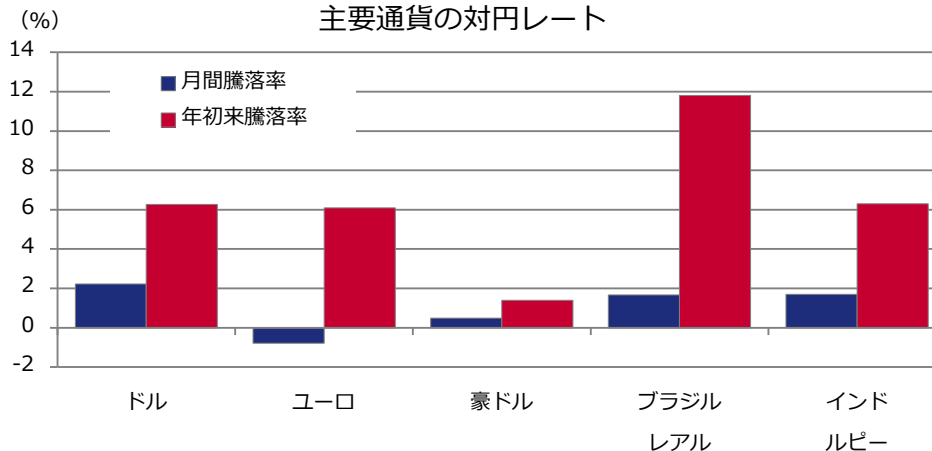
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年5月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年5月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

主要国の10年国債利回り



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年5月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年5月末の期間

主要通貨の対円レート



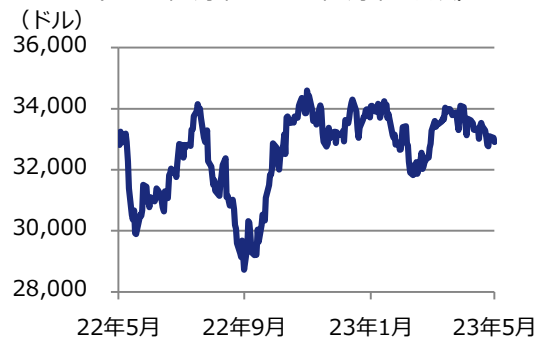
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年5月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年5月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国株式市場』は下落しました。ダウ平均が下落した一方で、S&P500とナスダック総合は上昇しました。
- 上旬は、米地銀破綻から米銀への懸念が改めて強まり、下落しました。中旬は、債務上限問題や中国景気への懸念から下落しました。下旬は、AI（人工知能）関連の半導体需要増への期待からハイテク株高となる一方、商品市況安からエネルギー株が下げ、下落しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年5月末～2023年5月末：日次)



※ダウ・ジョーンズ工業株価平均を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
下落 要因	・これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性

金融政策や半導体需要動向を注視

堅調な労働市場を背景に、米国景気が深刻な後退局面入りを回避するとの見方が支えとなるとみられます。一方で、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。FRB（米連邦準備理事会）は6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを見送る可能性があります。追加利上げの余地は残すとみられます。米半導体大手が5月に発表した決算では、売上高見通しが市場予想を大幅に上回ったことからAI関連需要への期待が強まりました。半導体市況全般の回復につながるか注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：32,500～34,000ドル

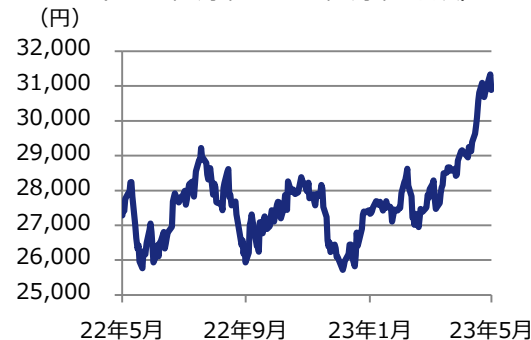
国内株式

■ 前月の相場動向

- 5月の『国内株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、国内企業決算発表が本格化中、上昇しました。好決算銘柄や、自社株買いや増配を発表した銘柄に買いが入りました。中旬は、海外投資家からの買いが強まるとともに、円安進行もあって一段と上昇しました。下旬は、円安が支えとなった一方で、利益確定とみられる売りや経済産業省による半導体製造装置の輸出管理強化方針を受け、下落に転じました。

日経平均株価

(2022年5月末～2023年5月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・世界景気が深刻な後退局面を回避するとの見方 ・国内経済活動の回復継続
下落 要因	・日銀の金融政策修正を巡る思惑 ・高値警戒感

内外金融政策や海外投資家動向を注視

世界景気が深刻な後退局面を回避するとの見方や、インバウンド需要回復など国内経済活動の回復が引き続き支えになるとみられます。日銀の金融政策修正の可能性には依然注意が必要とみられます。また、海外投資家からの買いが継続するかが注視されます。①東証によるPBR（株価純資産倍率）1倍割れへの対応要請を受けた、資本収益性の向上や自社株買い・増配への期待、②日本経済がデフレを脱却したとの見方、③米欧中に比べて相対的に景気は堅調との見方などが背景とみられます。ただし、これまでの上昇を受けて過熱感も指摘される中、利益確定の動きが強まる可能性には留意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：30,000～32,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州株式

■ 前月の相場動向

- 5月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、ECB（欧州中央銀行）が追加利上げを示唆したことが嫌気される場面もありましたが、横ばい圏で推移しました。中旬は、ユーロ安やドイツ自動車大手による利益率引き上げ方針などが好感され、上昇しました。下旬は、米債務上限問題への懸念がくすぶる中、ユーロ圏の景況感悪化から下落しました。月末には中国の製造業景況感の悪化が嫌気され、一段と下落しました。

■ 今後の見通し

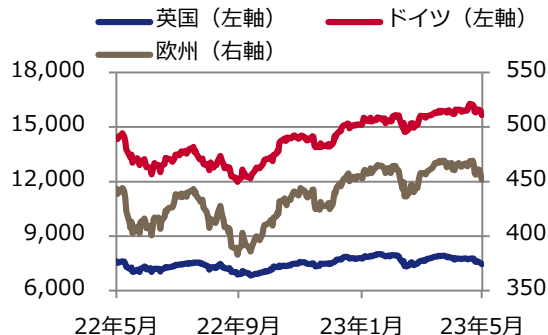
上昇要因	・ 欧州が深刻な景気後退を回避するとの見方
下落要因	・ ECBの利上げ継続観測 ・ これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性 ・ 中国景気の先行き不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：15,500～16,000

欧州株価指数

(2022年5月末～2023年5月末：日次)



※英国：FTSE100指数、ドイツ：DAX指数、欧州：ストックス・ヨーロッパ600指数を使用

欧州や中国の景気動向を注視

堅調なサービス業を背景に、欧州景気が深刻な後退局面入りを回避するとの見方が支えとなるとみられます。一方で、ECBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。ユーロ圏の景況感はサービス業が比較的堅調な一方で、製造業では一段と悪化し、景気の先行きは不透明となっています。また、欧州は中国での売上が多い企業も少なくないため、足元不透明感が増している中国景気の動向にも留意が必要です。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

エマージング株式

■ 前月の相場動向

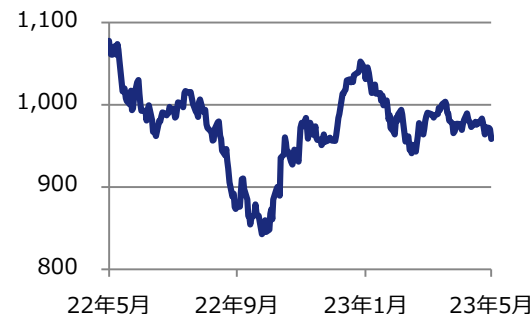
- 5月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、方向感に乏しい推移となり、ほぼ横ばい圏でした。中国の低調な経済指標を受けて中国景気への懸念がくすぶったことに加え、中旬以降は米長期金利上昇やドル高が重しとなったもようです。下旬は、AI（人工知能）関連半導体需要増への期待から台湾や韓国などの半導体関連株が上昇したものの、月末には中国の製造業景況感の悪化を受けて下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 半導体関連市場の動向
下落要因	・ 中国景気の先行き不透明感

エマージング株価指数

(2022年5月末～2023年5月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

中国景気や半導体需要の動向を注視

半導体市場の回復期待が支えとなる一方、中国景気の先行き不透明感が重しとなる見込みです。米半導体大手が5月に発表した決算では、売上高見通しが市場予想を大幅に上回ったことからAI関連半導体需要増への期待が強まりました。台湾や韓国で半導体関連株が大幅に上昇しました。一方、中国景気については回復モメンタムが鈍化しつつあることに加え、新たな感染拡大も懸念される中、景気刺激策が必要との見方が強まっています。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆しない保証するものではありません。
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、米地銀破綻から米銀への懸念が改めて強まり、下落しました。中旬は、債務上限問題を巡る思惑が交錯する中、米長期金利上昇が嫌気され下落しました。下旬も、米長期金利上昇から一段と下落しました。その後、月末にかけては債務上限引き上げで原則合意に伴い米長期金利上昇が一服したことを受け、下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
下落 要因	・不動産市場の先行き不透明感



※FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（配当込み）を使用

米銀問題による不動産への影響を注視

米国景気が深刻な後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、FRBによるこれまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。FRBは6月のFOMCで利上げを見送る可能性があります。追加利上げの余地は残すとみられます。米銀破綻の影響については引き続き、中堅・中小銀行による商業用不動産向け融資が縮小する可能性が警戒されています。当面、融資縮小に伴う不動産市場への悪影響には注意が必要です。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 上旬から中旬にかけては方向感に乏しい展開となり、横ばい圏で推移しました。日銀の植田総裁が前月末の金融政策決定会合で緩和維持を示唆したことが支えとなりました。ただし、海外投資家の買いから大きく上昇した国内株に比べ、相次ぐ公募増資による需給悪化懸念から上値は重く推移しました。下旬は米欧長期金利上昇を嫌気して一時下落しましたが、月末にかけて上昇に転じました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・米欧に比べ堅調な国内景気
下落 要因	・日銀の金融政策修正を巡る思惑

J-REIT

東証REIT指数



※東証REIT指数（配当込み）を使用

日銀の金融政策修正の可能性に留意

国内経済活動の回復継続などへの期待が支えになるとみられます。一方、日銀の金融政策修正を巡る思惑などが重しとなる見込みです。日銀の植田総裁は緩和継続を示唆していますが、長短金利操作を修正する可能性はあります。米欧では商業用不動産を巡る懸念がくすぶっています。ただし、利上げが続いた米欧と金融緩和が維持されている日本とでは商業用不動産を巡る環境が大きく異なっており、国内でのリスクは限定的と考えられます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）の想定外の利上げを受け、下落する場面もありました。その後3月分の貿易および新規住宅ローン統計が改善し、底堅い豪州景気が確認され、上昇に転じました。中旬以降は、RBAの早期利下げ期待の剥落や、米国の債務上限問題と金融政策を巡る不透明感から、豪州長期金利に上昇圧力がかかり、豪州REIT市場は下落しました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 移民受け入れ再開が支える底堅い豪州景気
下落 要因	・ RBAの金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

RBAは、今後これまでの利上げの影響から景気に下押し圧力がかかるものの、高インフレが続くとの見通しを示しました。こうした中、RBAによる金融引き締めが長期化する可能性があり、豪州REIT市場には下押し圧力がかかると考えます。他方、豪州では移民受け入れの再開により、消費が拡大し景気が支えられる可能性があります。当面は、内外中銀の金融政策および豪州景気の動向に左右され、もみ合いの展開を見込みます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米地銀破綻に伴うリスク回避の動き、堅調な米雇用統計、伸びがほぼ予想通りとなった米CPI（消費者物価）といった材料が交錯し、金利はもみ合いでした。中旬は、米金融引き締め長期化観測などから、上昇しました。下旬は、米利上げ継続が意識され上昇した後は、債務上限問題を巡る不透明感が後退する中、月末にかけて低下しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 足元の堅調な米労働市場 根強いインフレ圧力
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴う景気への悪影響 信用環境の引き締めへの懸念

金利はレンジ内の推移を見込む

足元の堅調な米労働市場や、根強いインフレ圧力などが、金利上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げに伴う景気への悪影響や、信用環境の引き締めへの懸念などを鑑みれば、金利はレンジ内での推移を見込みます。5月のFOMC議事要旨では、追加利上げを巡り参加者の意見が割れていることが明らかになりました。高インフレへの懸念は根強く、FRB高官からは利上げ停止に慎重な発言が相次いでいます。もっとも、6月のFOMCではこれまでの利上げの影響を見極めるため、利上げを一時的に見送る可能性があります。判断が注目されます。

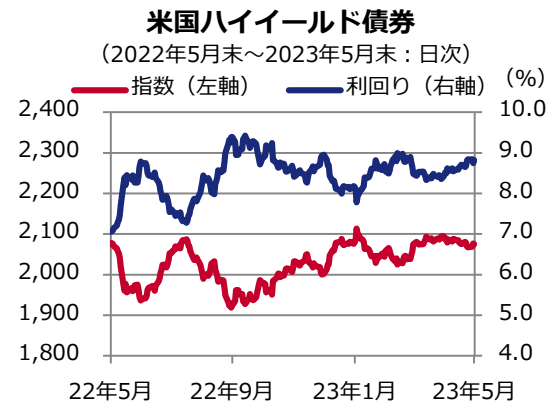
■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.3～3.8%

米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、米地銀破綻を巡る懸念や、FOMC後の会見でパウエル議長が利下げに否定的な見解を示したことなどから、リスク回避の動きが強まり、相場は下落しました。中旬は、米消費者信頼感指数の下振れを受け、米金融引き締め長期化が米景気を冷やすとの見方が強まる中、下落しました。下旬は、米債務上限問題を巡る不透明感が後退する中、下落幅は縮小しました。



※ICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴う景気への悪影響 信用環境の引き締めへの懸念

信用環境や景気動向などを注視

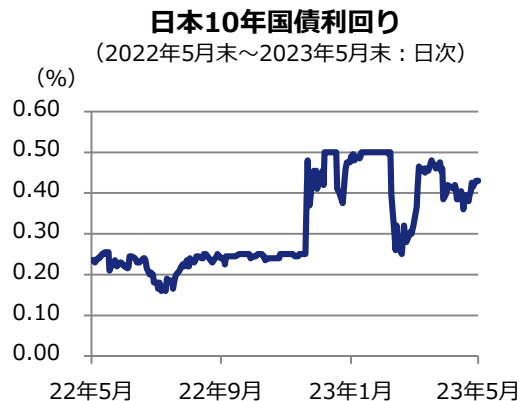
米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方は、米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。一方、これまでの利上げに伴う景気への悪影響や、信用環境の引き締めへの懸念などが相場の下押し要因として考えられます。直近23年1Qの米銀行の商工業向け貸出基準は、企業規模を問わず前回（22年4Q）対比で小幅ながら厳格化しました。引き続き、米国ハイイールド債券市場ではデフォルトリスクが高まる可能性などに、一定の警戒が必要です。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

国内債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米金融引き締め長期化観測や、10年国債入札が低調な結果となり国内債券市場の需給の緩みが意識されたことなどから、金利は上昇しました。中旬は、日銀の金融緩和の長期化観測が意識される中、低下した後は、米長期金利の上昇につれて低下幅は縮小しました。下旬は、米利上げの継続観測などから上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内の物価上昇圧力の高まり 長短金利操作の修正を巡る思惑
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内債券需給が良好とみられること 日銀の国債買い入れ

金利は低位での推移を予想

国内の物価上昇圧力の高まりや、日銀の長短金利操作の修正を巡る思惑などが金利の上昇要因とみられます。もっとも、国内債券需給が良好とみられることなどを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。金融政策を巡っては、日銀の植田総裁は「持続的、安定的な2%の物価上昇の達成にはまだ間がある」とし、粘り強く金融緩和を継続する姿勢を示しています。もっとも、長短金利操作の修正はあり得るとしています。

■ 1カ月の予想レンジ

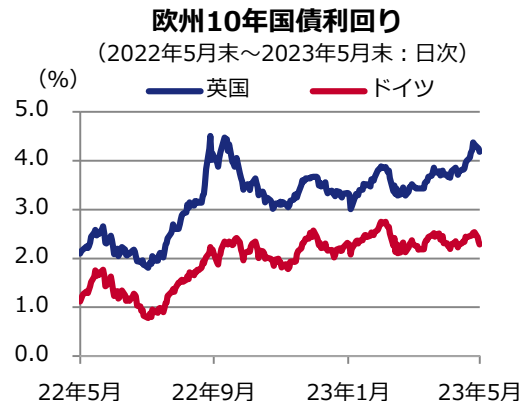
日本10年国債利回り：0.30～0.50%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、ECBが0.25%の利上げを決め前回から利上げ幅を縮小したことや、ECB高官のタカ派発言といった材料が交錯する中、金利はもみ合いでした。中旬は、米長期金利の上昇につれた動きなどから、上昇しました。下旬は、ECBの金融引き締めの長期化観測などから上昇した後は、スペインやドイツなどのCPI伸び鈍化を背景に低下しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBの利上げ継続観測 堅調なサービス業景況感
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げが景気に及ぼす悪影響

金利はレンジ内の推移を予想

ECBの利上げ継続観測や、堅調なサービス業景況感、金利の上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げを受けて、銀行の貸出基準の厳格化などを通じて、景気に下押し圧力がかかる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。金融政策を巡っては、ECBは5月の理事会で0.25%の利上げを決めました。利上げ幅は前回までの0.5%から縮小しました。ラガルド総裁は会見で、企業の資金需要の落ち込みを指摘し、これまでの金融引き締めが实体经济へ及び始めた点に言及しました。一方で、インフレ見直しには依然著しい上方リスクがあると指摘し、利上げの一時停止はしないことを強調しました。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.0～2.5%

ドル

■ 前月の相場動向

- 5月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、米地銀経営破綻を巡る懸念や、米CPIの伸びが予想通りとなったことなどから、円高・ドル安が進展しました。中旬は、FRBによる利上げ継続観測や、米長期金利の上昇、米債務上限問題を巡る過度な懸念後退などから上昇しました。下旬は、米利上げの継続観測などから一段と上昇した後、日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感から上昇幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利上げ継続を巡る不透明感 日米の金利格差が意識されること
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 長短金利操作の修正を巡る思惑 日本の金融当局が急速な円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性

対円でレンジ推移を予想

FRBの利上げ継続を巡る不透明感や、日米の金利格差が意識されることはドルの上昇要因と考えられます。もっとも、日銀は粘り強く金融緩和を継続する姿勢とみられるものの、長短金利操作の修正を巡る思惑はくすぶります。また、日本の金融当局が急速な円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：135～141円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 5月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、ECBが0.25%の利上げを決め前回から利上げ幅を縮小したことを受け、ECBは利上げの影響を見極める段階に近づいているとの見方などから、下落しました。中旬は、FRBによる利上げ継続観測などに伴うドル高の進展を背景に、下落しました。下旬は、米追加利上げ観測に伴うドル高の一段の進展や、ユーロ圏景気の悪化懸念、独・仏のCPI伸び鈍化などから下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBの利上げ継続姿勢 堅調なサービス業景況感
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利上げ継続を巡る不透明感 これまでの利上げがユーロ圏景気に及ぼす悪影響

レンジ推移を見込む

FRBの利上げ継続を巡る不透明感や、これまでの利上げに伴う銀行の貸出基準の厳格化により、ユーロ圏景気に下押し圧力がかかり、ユーロの下落要因になるとみられます。一方、堅調なサービス業景況感や、ECBの利上げ継続姿勢がユーロの上昇要因と考えられます。かかる中、ユーロはレンジ内の推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

ユーロ/ドル：1.05～1.10ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

英ポンド

■ 前月の相場動向

- 5月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、投資家のリスク許容度の高まりや米国金利の低下などにより、上昇しました。中旬は、FRBが6月に利上げを継続するとの見方が強まったことなどから、下落しました。下旬は、英CPIは上振れたものの、FRBの追加利上げ観測などから下落した後、米国金利が低下に転じたことにより下落幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> BOE (イングランド銀行) の利上げ長期化 スナク政権下での財政健全化期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利上げを巡る不透明感

レンジ推移を見込む

BOEは5月会合の声明文で、より持続的な物価上昇圧力の証拠が示された場合、金融政策のさらなる引き締めが必要になるとの文言を維持しました。英CPIが依然として高いことなどを受けた、BOEの利上げ長期化観測がポンドを押し上げるとみられます。ただし、FRBの利上げ継続を巡る不透明感はポンドの一部重しとなる可能性があります。かかる中、英ポンドはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 5月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、冴えない景況感や貿易統計を受けて、中国景気減速への懸念が強まり、下落しました。中旬は、FRBによる追加利上げの可能性が意識されるとともに、中国では景気の減速から中国人民銀行による利下げ期待が高まり、ドル高元安が進行しました。下旬も、中国景気の先行き不安が強まり、元安基調で推移しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 急速な元安に対する当局のけん制
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米中金融政策の方向性の違い

弱含む展開を見込む

中国景気の減速から、中国人民銀行が金融緩和に動くとの見方が強まっています。一方、米国では金融引き締めが長期化すると見込まれており、米中で金融政策の方向性が異なることが人民元の下押し要因になると考えます。当面、人民元は弱含む展開を見込みますが、急速に元安が進む場合は当局がけん制を示すと考えられます。こうした中、緩やかな元安が進む見通しです。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 5月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、RBAが想定外に利上げを再開するとともに、追加利上げを示唆したことを受けて上昇しました。中旬は豪賃金上昇率が高い水準であったことや、5月会合の議事要旨を受け、RBAの早期利下げ観測が後退しました。しかし、FRBの追加利上げ観測が強まったことに加え、中国景気への懸念と商品市況安が重荷となり、豪ドルは下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ RBAの金融引き締め長期化
下落要因	・ 中国景気の不透明感

レンジ推移を見込む

中国景気の先行き不透明感から、商品市況に下押し圧力がかかる可能性があり、豪ドルの下落要因になると考えます。ただし、中国の景気刺激策への期待が高まっており、インフラ投資拡大が公表される場合は、豪ドルを支える可能性があります。また、RBAが金融引き締めの長期化を示唆していることも、豪ドルの上昇要因となります。以上から豪ドルはレンジでの推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

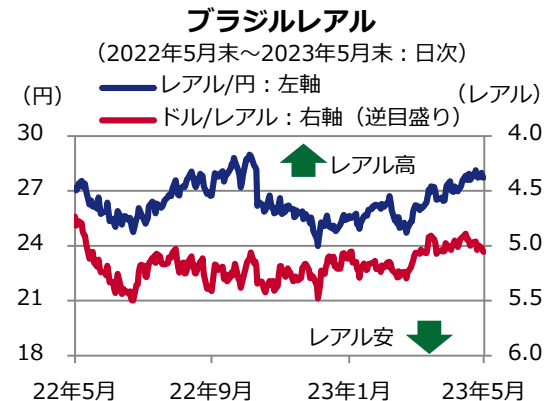
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 5月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、財務相が歳入増の可能性について言及したことや、鉱工業生産が市場予想を上回ったことなどを受けて、レアルは上昇しました。中旬は、FRBによる利上げ継続観測などに伴うドル高の進展を背景に、下落しました。下旬は、インフレの月央値が市場予想を下回り、中銀の利下げが意識され、下落幅を広げました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ ルラ政権の新しい財政枠組みの動向
下落要因	・ 中銀の利下げ開始観測

中銀の利下げ観測から弱含む

3月下旬に公表された新たな財政枠組みはすでに下院で承認され、財政赤字が縮小するとの期待が、レアルを支えるとみられます。一方で、ブラジル国内で物価の減速が続いていることから、政府の利下げ圧力が強まり、利下げ開始観測がレアルの重しとなっています。ただし中銀は期待インフレが依然強いとの見方を示しています。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

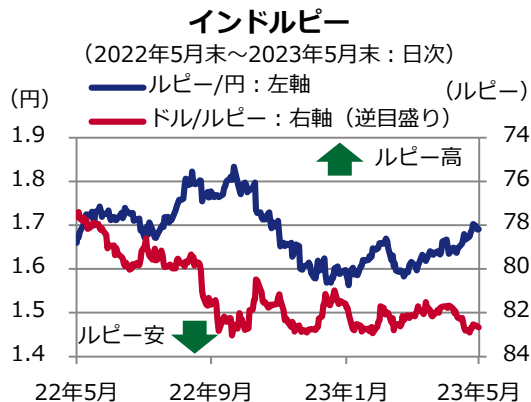
インドルピー

■ 前月の相場動向

- 5月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、輸入業者のドル買いなどからルピーは小幅に下落しました。中旬は、米利上げ継続観測や中国景気の回復鈍化への懸念から下落しました。下旬はFRBの追加利上げ観測が強まったことからルピーは下落したものの、月末にかけて株式インデックス（MSCI）のリバランスに伴うインド株式への資金流入期待から、下げ幅を縮めました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 相対的に堅調なインド景気 ・ インド中銀による為替介入
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 中国景気の先行きへの懸念 ・ FRBの利上げを巡る不透明感



レンジ推移を見込む

中国の経済活動回復に対する懸念や、FRBの利上げを巡る不透明感が、ルピーの重しとなるとみられます。一方で、中国などと比べてインド景気が相対的に堅調であることが、ルピーを下支えするとみられます。また、1ドル=83ルピーと過去最安値近辺に近づく中、インド中銀が為替介入を行う可能性もあります。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数、東証REIT指数の指数値および東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数、東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI AC ワールドインデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に帰属します。また、MSCI Inc. は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group 企業が所有する商標であり、ライセンスに基づき FTSE International Limited によって使用されています。FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けに関する全ての権利は FTSE およびライセンサ各社に帰属します。FTSE およびライセンサ各社は FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれる FTSE のインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づく FTSE の同意がない限り FTSE のデータを再配信することは許されません。FTSE は本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500 種株価指数、S&P 豪州 REIT インデックスは、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ドイツ DAX 指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Deutsche Börse に帰属します。
- ストックス・ヨーロッパ 600 指数及びユーロ・ストックス指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は ストックス・リミテッド社に帰属します。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- ISM 製造業景気指数、ISM サービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。